



Das Vorsorgevermögen für Pensionäre ist auf lange Sicht angelegt, mit Derivaten lassen sich Risiko und Rendite optimieren.

Strukturierte Produkte für Pensionskassen

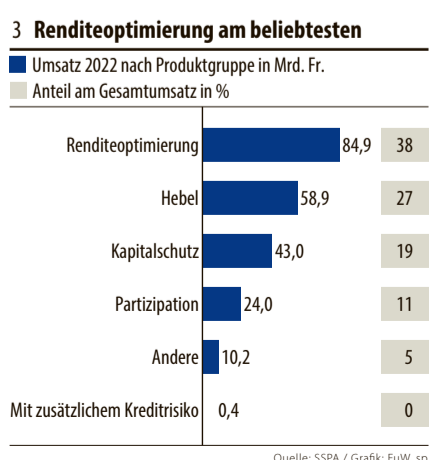
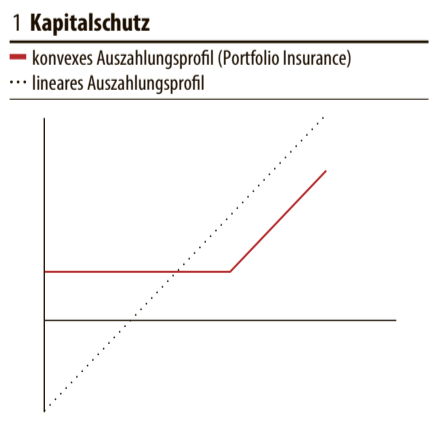
DERIVATE Kapitalschutz und Renditeoptimierung dirigieren Zahlungsflüsse und das Risiko.

PHILIPPE BÉGUELIN

Künftige Einnahmen und Ausgaben aufeinander abstimmen, einen laufenden Ertrag gewährleisten für die Auszahlung von Renten und generell Aktiven und Passiven in der Bilanz austarieren – das ist für Pensionskassen zentral. Und dafür sind Derivate hilfreich, zeigt das neue Handbuch «Strukturierte Produkte und Derivate für Pensionskassen», herausgegeben Mitte Juni von der Swiss Structured Products Association (SSPA).

Derivate können im Portfolio die künftigen Zahlungsflüsse steuern sowie das Risikoprofil verändern, erläutert Mitautor Heinz Zimmermann, Finanzprofessor an der Universität Basel. Zum Asset Liability Management (ALM) in der Bilanz kommt also beispielsweise die Absicherung des

Absicherungsumfang in %	0	25	50	75
Mittelwert in %	9,5	8,9	8,2	7,6
Volatilität in %	20,2	19,0	15,0	12,9
Schiefe	0,24	0,45	-0,67	-1,26
Risikomasse in %				
Value at Risk	23,6	20,2	21,2	20,1
Expected Shortfall (R*=0%)	12,7	11,8	12,6	11,3
Performance				
Sharpe Ratio	0,373	0,365	0,414	0,432
Return-to-Expected Shortfall	0,591	0,588	0,494	0,494

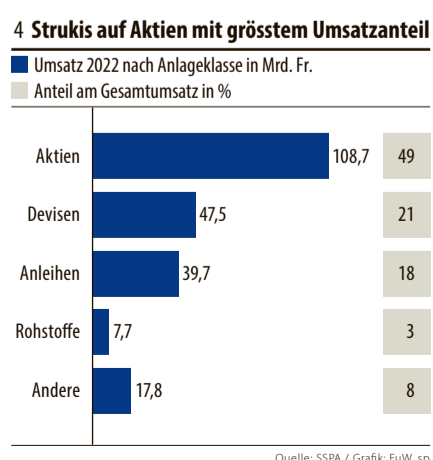
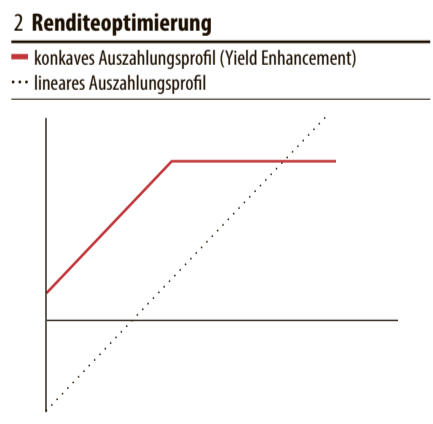


Portfolios gegen Extremrisiken, das sogenannte Tail Risk Management, oder der Schutz von Teilvermögen. «Ein selektiver Kapitalschutz kann mitunter opportun erscheinen, weil gleiche Verluste nicht auf sämtlichen Anlageklassen oder Einzelanlagen als gleichermassen legitim betrachtet werden» – was auf psychologische, administrative oder regulatorische Gründe zurückgeführt werden könne.

Mehr oder weniger Schutz

Derivate gewähren grundsätzlich zwei Arten der asymmetrischen Strukturierung, wie Zimmermann erklärt: Risikobegrenzung oder Renditebeitrag. Ersteres entspricht den Kapitalschutzzertifikaten, das zweite den Coupon-Produkten mit und ohne Barriere (vgl. Grafik 1 und 2).

Optimierungsumfang in %	0	25	50	75
Mittelwert in %	9,5	8,9	8,4	7,8
Volatilität in %	20,2	17,5	17,9	17,0
Schiefe	0,24	-0,15	0,64	0,83
Risikomasse in %				
Value at Risk	23,6	22,4	16,8	13,4
Expected Shortfall (R*=0%)	12,7	13,3	10,5	9,4
Performance				
Sharpe Ratio	0,373	0,393	0,355	0,342
Return-to-Expected Shortfall	0,591	0,514	0,605	0,617



Der Renditebeitrag, vom SSPA erfasst in der Produktkategorie Renditeoptimierung, erzielt in der Schweiz den grössten Umsatz, gefolgt von Hebelinstrumenten wie Call- und Put-Warrants (Optionscheine). Kapitalschutz hat das drittgrösste Handelsvolumen (vgl. Grafik 3).

Mit Abstand am meisten gehandelt werden strukturierte Produkte auf Aktien. Den zweitgrössten Umsatz erzielen Produkte auf Devisen, dazu gehören etwa Dual Currency Notes zur Bewirtschaftung des Barbestands in verschiedenen Währungen (vgl. Grafik 4).

Selbst bei den einfachsten asymmetrischen Strukturierungen sei der Effekt auf Rendite, Risiko und Performance nicht einfach vorherzusagen, schreibt Zimmermann. Das zeigt seine Beispielrechnung mit historischen Daten. Grundlage sind die Renditen des Pictet-Langzeitindex.

Bei der Kapitalschutzstrategie werden immer zu Jahresbeginn Put-Optionen gekauft, die 90% des Vermögens schützen (Floor). Die Rendite und Risikomasse werden für einen Absicherungsgrad von 0%, 25%, 50% und 75% des Anlagevermögens ausgewiesen. Die Rendite sinkt aufgrund der Absicherungskosten von 9,5% auf 7,8%, was jedoch deutlich unter den direkten Kosten für die Puts liegt, da grosse Jahresverluste abgedefert werden können. Die Volatilität sinkt von 20,2% auf 17% – dies spiegelt aufgrund der limitierten Verluste in erster Linie höhere Gewinnchancen (vgl. Tabelle «Kapitalschutz»).

Renditebeitrag im Portfolio

Für die Strategie der Renditeoptimierung werden stets zu Jahresbeginn Call-Optionen geschrieben (Short-Position), sodass eine jährliche Gewinnbegrenzung (Cap) von 14% in Kauf genommen wird.

Mit zunehmendem Optimierungsgrad nimmt die Durchschnittsrendite aber nicht zu, sondern ab. Zwar erreicht man durch das Schreiben der Optionen einen zusätzlichen Ertrag, der jedoch durch die entgangenen Kursgewinne geschmälert wird. Die Volatilität sinkt von 20,2% auf 17% – aber aufgrund der limitierten Gewinne handelt es sich in erster Linie um Verlustrisiken (vgl. Tabelle «Renditeoptimierung»). Dies alles bringt entsprechende Anforderungen an das Risikomanagement und Reporting mit sich.

Zimmermann resümiert, die Ausgestaltung strukturierter Produkte werde sich mit Blick auf die Verbreitung bei Vorsorgeinstitutionen weiterentwickeln. «Das grösste Potenzial dürfte in der Entwicklung massgeschneiderter Produkte und Lösungen für jene Pensionskassen liegen, welche den Destinatären ein erweitertes Anlagespektrum mit innovativen Anlage- lösungen anbieten möchten.»

Liebe Anlegerin, lieber Anleger

Pensionskassen kaufen Kapitalschutzprodukte oder Put-Optionen.

Make or Buy – eigenhändig konstruieren oder fixfertig einkaufen? Diese Frage stellt sich Pensionskassen, wenn sie die Beitragszahlungen und den laufenden Anlageertrag auf die Auszahlung der Renten abstimmen, oder wenn sie im Portfolio das Risiko beschränken wollen. Eine punktuelle Absicherung gehöre zur Strategie der Pensionskasse Manor, sagte ihr Geschäftsführer Martin Roth am FuW-Forum Strukturierte Produkte im November 2019.

Derzeit sei das Portfolio zu 50% gegen fallende Aktienkurse geschützt, sagte Roth, diese Absicherung laufe in zwei Monaten aus. Dann müsse entschieden werden, ob für eine Verlängerung erneut Put-Optionen gekauft werden sollen. Die Manor-Pensionskasse verwende keine strukturierten Produkte, denn mit ihrem grossen Anlagevermögen sei es sinnvoller, direkt mit Emittenten ausserbörliche Derivate auszuhandeln. Make, not Buy, lautet also das Motto der Manor-PK.

Der Make-or-Buy-Entscheid sei für Pensionskassen ein wichtiger Faktor im Asset Management, schreibt Serge Nussbaumer, Chefredaktor des Fachmagazins «Payoff», im Handbuch «Strukturierte Produkte und Derivate für Pensionskassen», herausgegeben von der Swiss Structured Products Association SSPA (vgl. Text nebenan).

Oft haben Pensionskassen die Möglichkeit, die Optionaltät in einer Struktur einzeln einzukaufen, wie Nussbaumer erklärt – will heissen, die Vorsorgewerke können in Call- oder Put-Optionen eine Kauf- oder Verkaufsposition eingehen (Long oder Short), um damit ein gewünschtes Zahlungsprofil zu konstruieren. So wie die Manor-PK.

Doch oftmals sei dies kostentechnisch nicht sinnvoll und im Portfoliomanagement komplex, schreibt Nussbaumer. Es sei meist effizienter, wenn ein Emittent als Spezialist die Absicherung von Markt- und Fremdwährungsrisiken aktiv übernehme.

Eine ähnliche Rolle, zwar nicht als Emittent, aber als Spezialist, übernimmt der Zürcher Finanzprofessor Thorsten Hens. «Bei einer grossen Pensionskasse, der Sammelstiftung Vita, haben wir vor der Coronakrise zur Absicherung ein Tail-Hedge-Programm implementiert», sagte er im Interview in der FuW-Sonderbeilage Strukturierte Produkte im Januar. Das laufe ganz gut, sei aber aufwendig, weil man Put-Optionen jeweils vor dem Ende der Laufzeit rollieren müsse. Hens: «Das würde ich keinem Privatanleger empfehlen.» Das gilt vermutlich auch für viele Pensionskassen, die kein eigenes Team von Anlagespezialisten haben. Buy, not Make.

Mit Blick auf das Risiko ein Vorteil sei auch die «dynamische Strukturierung», schreibt der Basler Finanzprofessor Heinz Zimmermann im SSPA-Handbuch. Dabei geht es um die Anlagesklassen und Vermögenswerte im Portfolio der Pensionskasse, die gemäss dem Risikobudget gewichtet sein müssen. Entsprechende Quoten könnten mit einem risikokontrollierten Ansatz eingehalten werden. Dazu könnten Pensionskassen ein regelgebundenes Vorgehen einführen, das keinen grossen Aufwand mit sich bringe. Auch da lautet die Frage: Make or Buy?

Ihr Derivatikus

Kotierte Zertifikate

Valor	Bank	Produkt	Coupon / Basiswert Schutz	Basiswert	Verfall	Lib.	Ausgabepreis ¹	Inserat auf
127765647	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	16%	Alphabet/Nvidia/Tesla Motors	22.07.25	31.07.23	1000 Fr.	
125933440	RCH	Bar. Rev. Conv.	12%	Saron1Y	24.07.24	31.07.23	1000 Fr.	
127304893	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	15.75%	Julius Bär/Temenos/VAT Grp	24.07.24	31.07.23	1000 Fr.	
125612263	SQN	Multi Bar. Rev. Conv.	10.08%	Allianz/Axa/Swiss Re/Zurich Ins.	22.07.24	31.07.23	1000 Fr.	
125612264	SQN	Multi Bar. Rev. Conv.	27.05%	AMS/Logitech	22.07.24	31.07.23	1000 Fr.	
125612265	SQN	Multi Bar. Rev. Conv.	10.49%	Clariant/Lonza/Roche	22.07.24	31.07.23	1000 Fr.	
115988806	BAER	JB Call. Multi Bar. Rev. Conv.	5.8%	Flughafen Zürich	25.07.24	02.08.23	1000 Fr.	
127140867	BAER	JB Call. Multi Bar. Rev. Conv.	9.25%	Partners Group	25.07.24	02.08.23	1000 Fr.	
127140863	BAER	JB Call. Multi Bar. Rev. Conv.	8.5%	Richemont	25.07.24	02.08.23	1000 Fr.	
127140861	BAER	JB Call. Multi Bar. Rev. Conv.	7.75%	Sensirion	25.07.24	02.08.23	1000 Fr.	
127436615	BAER	JB Call. Multi Bar. Rev. Conv.	5.2%	Flughafen Zürich	25.07.24	02.08.23	1000 Fr.	
127140864	BAER	JB Call. Multi Bar. Rev. Conv.	7.75%	Ypsomed	25.07.24	02.08.23	1000 Fr.	
120365599	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8%	ASML/L'Oréal/LVMH	28.10.24	04.08.23	1000 Fr.	
128353413	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9%	Biogen Idec/Novartis/Roche	27.01.25	04.08.23	1000 Fr.	
128353412	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	5%	Danone/L'Oréal/Nestlé/Unil.	28.07.25	04.08.23	1000 Fr.	
128353414	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11%	Logitech/UBS/Zurich Ins.	28.10.24	04.08.23	1000 Fr.	
125933445	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	9%	ABB/Georg Fischer/VAT Grp	28.10.24	04.08.23	1000 Fr.	
128210091	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7.7%	Allianz/Axa/Swiss Re/Zurich Ins.	28.07.25	04.08.23	1000 Fr.	
128210098	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.15%	Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	28.07.26	04.08.23	1000 Fr.	
125933444	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	10%	Kühne + Nagel/SIG/Sika	28.01.25	04.08.23	1000 Fr.	
128210088	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	8.7%	Lonza/Sonova/Straumann	28.01.25	04.08.23	1000 Fr.	
128210095	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.65%	Nestlé/Novartis/Roche	28.07.25	04.08.23	1000 Fr.	
128210097	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.5%	Nestlé/Novartis/Roche	28.07.26	04.08.23	1000 Fr.	
128353483	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8%	ABB/Holcim/Swisscom	28.07.25	07.08.23	1000 Fr.	
128353486	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9%	Alcon/Lonza/Sika	28.01.25	07.08.23	1000 Fr.	
128353490	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	30%	AMS/Idorsia	29.07.24	07.08.23	1000 Fr.	
117179621	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9%	Axa/Swiss Life/Zurich Ins.	28.01.25	07.08.23	1000 Fr.	
128353492	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	14%	Bachem/Straumann/Tecan	29.07.24	07.08.23	1000 Fr.	
128353477	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	9%	Cembra/Julius Bär/UBS	28.01.25	07.08.23	1000 Fr.	
125612303	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	12.5%	Clariant/Sika/Straumann	29.07.24	07.08.23	1000 Fr.	
125612315	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	19%	Deliveroy Hero/Zalando	29.07.24	07.08.23	1000 Fr.	
128353489	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11%	Richemont/Dufry/Givaudan	28.10.24	07.08.23	5000 Fr.	
128353478	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10%	Geberit/Glencore/Holcim	28.10.24	07.08.23	1000 Fr.	
127765867	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	7%	Hebel/Novartis/Roche	28.01.25	07.08.23	1000 Fr.	
128353491	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	22%	Meyer Burger/Plug Power	29.07.24	07.08.23	1000 Fr.	
120365706	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	7%	Nestlé/Nov./Roche/Swisscom	28.01.25	07.08.23	1000 Fr.	
125612299	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10.14%	Richemont/Nestlé/Nov./Roche	28.10.24	07.08.23	1000 Fr.	
128353476	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	5.5%	Nestlé/Novartis/Roche	28.07.25	07.08.23	1000 Fr.	
125933443	RCH	Bar. Rev. Conv.	20%	AMS	31.07.24	07.08.23	1000 Fr.	
125933447	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7.25%	ABB/Nov./Swiss Life/Swisscom	28.07.25	07.08.23	1000 Fr.	
125933446	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	8%	Logitech/Novartis/Roche	30.04.25	07.08.23	1000 Fr.	
128210087	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	14.7%	Logitech/Temenos/UBS	31.07.24	07.08.23	1000 Fr.	
127658381	BAER	JB Auto. Multi Bar. Rev. Conv.	8%	Adecco	31.01.25	08.08.23	1000 Fr.	
127658379	BAER	JB Auto. Multi Bar. Rev. Conv.	6.9%	Lonza	31.01.25	08.08.23	1000 Fr.	
126161101	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10%	ABB/K. + N./Stad. R./VAT Grp	03.02.25	10.08.23	1000 Fr.	Seite 4
127658377	BAER	JB Auto. Multi Bar. Rev. Conv.	8.1%	OC Oerlikon	31.01.25	08.08.23	1000 Fr.	
127537431	VT	Bar. Rev. Conv.	7.5%	ABB/Givaudan/Holcim/Sika	04.08.25	11.08.23	1000 Fr.	
127537428	VT	Bar. Rev. Conv.	8%	Julius Bär/Partners Group	04.11.24	11.08.23	1000 Fr.	
127537425	VT	Bar. Rev. Conv.	6%	Richemont	11.11.24	11.08.23	1000 Fr.	
127537434	VT	Bar. Rev. Conv.	8%	Swiss Life/Swiss Re/UBS	04.02.25	11.08.23	1000 Fr.	
125933453	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7.6%	ABB/Nestlé/Swisscom/UBS	04.08.25	11.08.23	5000 Fr.	
128210382	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	8%	ABB/Geberit/K. + N./Sika	04.08.25	11.08.23	1000 Fr.	
125933452	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	8.8%	Alcon/Sonova/Straumann	04.08.25	11.08.23	1000 Fr.	
128210383	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7.7%	Allianz/Axa/Swiss Re/Zurich Ins.	04.08.25	11.08.23	1000 Fr.	
128210381	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	8.25%	BMW/Mercedes-Benz/Volksw.	04.02.25	11.08.23	1000 Fr.	
128210379	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	8.5%	Clariant/Ems-Ch./Holcim/Sika	04.08.25	11.08.23	1000 Fr.	
128210380	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	8.4%	Dufry/Flughafen Zürich	04.02.25	11.08.23	1000 Fr.	
125933454	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7%	Givaudan/Holcim/Lonza	04.08.25	11.08.23	5000 Fr.	
128210387	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.6%	Nestlé/Novartis/Roche	04.08.25	11.08.23	1000 Fr.	
128210388	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.6%	Nestlé/Novartis/Roche	04.08.26	11.08.23	1000 Fr.	
128210384	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	7.5%	Swiss Life/Swiss Re/Swisscom	04.02.25	11.08.23	1000 Fr.	
128210374	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	13.75%	Amazon/Zalando	07.08.24	14.08.23	1000 Fr.	
128210375	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	13.5%	Bachem/Sika/Straumann	07.08.24	14.08.23	1000 Fr.	

Die publizierten Neuemissionen wurden der «Finanz und Wirtschaft» direkt vom Emittenten mitgeteilt. Alle Angaben ohne Gewähr. ¹ Indikatv
Alle Konditionen der neulancierten Zertifikate finden Sie unter boerse.fuw.ch/zertifikate-neuemissionen

