

maerkte

## Anlegen mit Derivaten: Strukturierte Produkte für Pensionskassen

***Kapitalschutz und Renditeoptimierung sind geeignet, um die Zahlungsflüsse und das Risiko in der Bilanz zu steuern.***

Philippe Béguelin

Das Vorsorgevermögen für Pensionäre ist auf lange Sicht angelegt, mit Derivaten lässt sich das Risiko verringern oder die Rendite optimieren.

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 Portfolios gegen Extremrisiken, das sogenannte Tail Risk Management.

### Schwellenländer oder Portfoliosteuerung

Nicht nur mit Blick auf das Gesamtportfolio lässt sich mit Derivaten das Risiko begrenzen, sondern auch selektiv für Teilvermögen.

Eine Pensionskasse wolle beispielsweise ein Engagement in Schwellenmärkten gegenüber einem politisch oder regulatorisch ausgelösten Extremrisiko absichern, führt Zimmermann aus, oder sie wolle dem Platzen einer Immobilienblase vorbeugen. «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.

Eine Pensionskasse kann mit Derivaten zudem der Anlagepolitik eine dynamische Ausrichtung verleihen. In der strategischen Vermögensaufteilung, der Asset Allocation, lassen sich Rebalancing-Entscheidungen «automatisieren», wie Zimmermann erklärt. Darin liegt gemäss Zimmermann eine der hauptsächlichen Anwendungen von Derivaten und strukturierten Produkten.

### Kapitalschutz oder Renditebeitrag

Derivate gewähren grundsätzlich zwei Arten der asymmetrischen Strukturierung, wie Zimmermann erklärt: Risikobegrenzung oder Renditebeitrag. Die Risikobegrenzung entspricht den Kapitalschutzzertifikaten (vgl. Grafik).

Der Renditebeitrag entspricht den Coupon-Produkten mit und ohne Barriere (vgl. Grafik).

Der Renditebeitrag, vom SSPA erfasst in der Produktkategorie Renditeoptimierung, erzielt in der Schweiz den grössten Umsatz, gefolgt von Hebelinstrumenten wie Call- und Put-Warrants

(Optionsscheine). Kapitalschutz hat das drittgrösste Handelsvolumen (vgl. Grafik).

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. An dritter Stelle sind Produkte auf Anleihen (vgl. Grafik).

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

### Mehr oder weniger Kapitalschutz

Bei der Kapitalschutzstrategie werden immer zu Jahresbeginn Put-Optionen gekauft, die einen Kapitalschutz bei 90% des Vermögens garantieren (Floor). Die Rendite und Risikomasse werden für einen Absicherungsgrad von 0%, 25%, 50% und 75% des investierten Vermögens 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 abgedeckt werden können. Die Volatilität sinkt von 20,2% auf 17% – dies spiegelt aufgrund der limitierten Verluste in erster Linie höhere Gewinnchancen (vgl. Tabelle).

### Mehr oder weniger Renditebeitrag

Für die Strategie der Renditeoptimierung werden stets zu Jahresbeginn Call-Optionen geschrieben (Verkaufsposition, Short), 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 sogar von 20,2% auf 12,9% – aber aufgrund der limitierten Gewinne handelt es sich in erster Linie um Verlustrisiken (vgl. Tabelle).

Bei den Kennzahlen zum Risiko hält Zimmermann fest, dass die Sharpe Ratio für symmetrische Risiken geeignet ist und deshalb für Kapitalschutz und Renditeoptimierung nicht verwendet werden sollte. Um den Einfluss des Absicherungs- respektive Optimierungsgrads zu beurteilen, sei die auf asymmetrische Risiken ausgerichtete Return-to-Shortfall Ratio geeignet. Dies bringt entsprechende Anforderungen an das Risikomanagement und Reporting mit sich.

Zimmermann resümiert, die Ausgestaltung der strukturierten 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 Anlagelösungen anbieten möchten.»