

# «Für Pensionskassen ist ein Risikopuffer sinnvoll»

**MAURICE PEDERGNANA** *Zukünftig gebe es mehr Derivatmandate, sagt Maurice an der Hochschule Luzern sowie Partner seien heute günstig und geeignet, Chancen abseits der hoch*

**Herr Pedernana, investieren Sie in Derivate, und wenn ja, in welche?**

Wir und auch unsere Kunden sind in strukturierten Produkten investiert, die aus Aktien oder Anleihen abgeleitet sind. Die grösste Anlageklasse, in die Schweizer investieren, sind allerdings Immobilien. Davon sind Hypotheken ein Derivat, und das ist ein grosser Markt. Heute muss man die gesamte Klaviatur der Anlageklassen einbeziehen. Dabei spielen Derivate häufig eine Rolle, beispielsweise bei Versicherungsriskien, die sich strukturieren lassen.

**Wie gehen Sie konkret vor?** Pensionskassen gewähren uns beispielsweise ein Mandat mit dem Ziel, jährlich einen laufenden Ertrag von 5% zu erwirtschaften. Für einen solchen Auftrag erhalten wir 0,4% Gebühren. Daneben gibt es keine Retrozession, wir erhalten also von den Derivat Anbietern keine Vermittlungsgebühr. Die Produkte konstruieren wir gemäss den Anforderungen des Kunden und loten dann Angebote von Emittenten aus.

**Pensionskassenverwalter haben kaum Anreize, Neues auszuprobieren. Wie wecken Sie Interesse für Derivate?** Es ist unter Pensionskassen akzeptiert, dass man in Wandelanleihen investiert. Diese sind vom Charakter her genauso ein strukturiertes Produkt. Im Wandelanleihenmarkt gibt es aber vergleichsweise wenige Schuldner, mit teilweise fragwürdiger Bonität. Damit sind die Anlagemöglichkeiten eingeschränkt. Trotzdem wird in solche Fonds investiert.

**«Unter Pensionskassen ist akzeptiert, dass man in Wandelanleihen investiert.»**

tiert. Wenn es dem Verband für strukturierte Produkte SVSP gelingt, aus dem engen Bereich der Derivatkonstrukte hinauszukommen und die Branche breiter zu positionieren, dann könnte das Anlagevolumen zunehmen.

**Was gibt der Hypothekenmarkt her?** In letzter Zeit bieten Banken immer mehr Anlagelösungen an, indem sie Hypotheken in einen Fonds verpacken. Da sind Pensionskassen die einzigen Kunden und steigen mit wenig Erfahrung in den Derivatmarkt ein. Im Vergleich zu Hypotheken bietet aber der Markt für Barriereprodukte auf Aktien oder Anleihen ein wesentlich interessanteres Zahlungsprofil – nach allen Kosten und Gebühren.

**Wenn Barriereprodukte mehr einbringen als Hypothekenfonds, weshalb haben sie sich bei institutionellen Investoren nicht durchgesetzt?** Ein wichtiger Grund ist, dass die Anbieter versucht haben, den PK-Verwaltern einzelne strukturierte Produkte schmackhaft zu machen. Das ist der falsche Weg. Wer bei einer Pensionskasse Verantwortung für das Asset Management trägt, ist es nicht gewohnt, in solch einem hohen Detailgrad Risikoüberlegungen zu machen. Er vergibt in den verschiedenen Anlageklassen Mandate, etwa für Schweizer Immobilien oder Aktien oder Obligationen. Bekommt er jedoch wöchentlich Infor-

mationen zu neuen Einzelprodukten, ist er darauf gar nicht vorbereitet.

**Welche Alternativen schlagen Sie vor?** Es braucht Intermediäre im Markt, die heute auch vorhanden sind. Sie müssen unabhängig von den Emittenten sein und dürfen sich nicht einseitig auf einen Anbieter ausrichten. Pensionskassen sind zudem kostenbewusst, die Gebühren dürfen maximal so hoch sein wie für einen Wandelanleihefonds. Die Intermediäre sollten die Pensionskassen langsam und sachte in den Derivatbereich hineinführen, die erzielten Ergebnisse Jahr für Jahr aufzeigen und damit das Vertrauen gewinnen. Wir haben noch nie ein solches Mandat verloren; im Gegenteil, die Pensionskassen haben das Anlagekapital erhöht.

**Wie sieht ein Mandat für Barrier Reverse Convertibles aus?** Es besteht aus einem Korb solcher Produkte. Sie liefern einen Coupon, und am Ende der Laufzeit wird entweder der Kapitaleinsatz zurückgezahlt, oder im schlechten Fall werden Aktien mit Kursverlust geliefert. Mit einer Aktienlieferung muss sich der Pensionskassenverwalter aber nicht befassen, das ist Aufgabe des Portfoliomanagers – genauso wie bei Wandelanleihen, wenn eine solche in Aktien gewandelt wird.

**Wie passt ein Derivatmandat ins Portfolio einer Pensionskasse?** Sie benötigt netto 3 bis 4% Rendite, angesichts der Mindestverzinsung und des Langleiberisikos, dazu sollte in wirtschaftlich guten Zeiten ein bisschen Reserve hinzukommen. Das Renditeziel lässt sich im Obligationenmarkt mit fast keiner Lösung erreichen: Bei Anleihen in fremder Währung ist die Absicherung des Wechselkursrisikos teuer. Zudem gilt es, sich taktisch gegen steigende Zinsen abzusichern, und auch das ist nicht gratis. Mit Immobilien ist das Ziel gerade noch knapp zu erreichen. Somit kann die Pensionskasse den Anteil an Aktien und den Anteil im alternativen Bereich ausweiten.

**Bei den alternativen Anlagen ist die Auswahl vielfältig.** Ich erwarte, dass die Zahl der Derivatmandate in den kommenden Jahren zunimmt. So kompliziert ist eine solche Anlagestrategie nun auch wieder nicht. Hingegen verstehe ich nicht, weshalb Geld in Rohstoffe investiert wird, die per se keinen laufenden Ertrag abwerfen. Und bei Hedge Funds wissen die Investoren nicht, was im Anlagevermögen enthalten ist – das ist eine Blackbox.

**Um das Renditeziel zu erreichen, wird etwa Private Equity empfohlen.** Bei Privatmarktanlagen werden die Risiken und die Chancen oft nicht verstanden. Das gilt auch für Pflichtwandelanleihen, Coco Bonds, die keine Anleihen sind, sondern ein Derivat, das auf Eigen- und Fremdkapital basiert. Coco weisen unter anderen Barrieren auf, diese sind aber anders als bei Barrier Reverse Convertibles nur bei der Resultatpublikation erkennbar. Von allen Bereichen werden die alternativen Anlagen von den Pensionskassen bis jetzt am schlechtesten verwaltet. Oder positiv formuliert: Hier liegt das grösste Potenzial.

**Wie sollen sich strukturierte Produkte dort durchsetzen?** Sie bringen einen Nutzen in der Diversifikation, als kostengünstige Kombination aus Kapitalmarktlogik, Risiko-



BILD: MARCUS FORTÉ

**ZUR PERSON**

Maurice Pedernana, 53, ist Professor für Banking & Finance an der Hochschule Luzern. Beim Vermögensverwalter Zugerberg Finanz ist er geschäftsführender Partner, Chefökonom und Leiter des Anlageausschusses. Er doktorierte an der Universität St. Gallen HSG, forschte an der Sophia-Universität in Tokio und war Unternehmensberater.

**«Cash unterliegt dem Negativzins von -0,75%. Ein sehr konservatives Produkt mit tiefer Barriere ergibt mit fast 100% Wahrscheinlichkeit den Ertrag von 0,6%.»**

**Wie nutzen Sie diese «halbe» Effizienz?** Derzeit ist die Volatilität tief, das bringt eine geringe Risikoprämie für den Anleger. Damit ist der Coupon in Barriereprodukten wenig attraktiv. Deshalb ist die Auswahl der zugrundeliegenden Grössen wichtig.

**Wie wählen Sie die Basiswerte aus?** Wir machen Fundamentalanalyse für viele Einzeltitel. Dazu kommen die makroökonomische Beurteilung und aus der technischen Analyse das Momentum. Und selbstverständlich achten wir auf hohe Liquidität und tiefe Korrelation: Bewegen sich die Basiswerte unabhängig voneinander, ist die Risikoprämie und damit der Coupon höher.

*Pedernana. Er ist Professor für Banking & Finance und Chefökonom des Vermögensverwalters Zugerberg Finanz. Strukturierte Produkte effizienten US-Märkte wahrzunehmen.*

**Zu welchen Aktien führt das?** Nehmen wir an: Eine Pensionskasse hat in den vergangenen Jahren zu wenig in Schweizer Mid Caps investiert. Sie hat Nachholbedarf, aber die Aktienkurse sind bereits deutlich gestiegen, und auf dem hohen Niveau will sie nicht mehr einsteigen. Trotzdem kann sie investieren.

**Wie sieht dieses Investment aus?** Wenn man bei Unternehmen mit einem guten Geschäftsmodell davon ausgeht, dass die Aktien ausgereizt sind, aber der Kurs nicht um 30% fallen wird, bieten sich Barrier Reverse Convertibles an. Die Barriere vermindert das Risiko, der Coupon bringt einen Ertrag.

**Wie passen Pensionskassen mit ihrem langen Anlagehorizont und Barriereprodukte mit der meist kurzen Laufzeit zusammen?** Eine PK hat beispielsweise 50 Mio. Fr., die sie für eine einige Monate nicht auszahlen muss. Cash unterliegt dem Negativzins von -0,75%. Ein Coupon von nur schon 1% abzüglich der Gebühr für den Intermediär von 0,4% ergibt einen positiven Ertrag von 0,6%. Er lässt sich mit einer Wahrscheinlichkeit von mehr als 99% erreichen: mit einem sehr konservativen Produkt mit tiefer Barriere, das sich auf Schweizer Standardwerte bezieht. Da muss die Pensionskasse abwägen: Cash hat den Minuszins auf sicher. Das Barriereprodukt hat eine Chance von fast 100% auf den Ertrag von 0,6%. Abgesehen davon: Ein Mandat ist langfristig, das Anlagekapital wird laufend reinvestiert.

**Emittenten haben vermehrt konservative Produkte mit tiefer Barriere lanciert, die sich auf Aktienindizes beziehen.** Wir bevorzugen es, in einen Teilbereich zu investieren. Wir gehen beispielsweise davon aus, dass die langfristigen Zinsen in der Schweiz und Europa bis Ende Jahr weiterhin leicht steigen werden. In diesem Umfeld sind Aktien von Versicherern und Banken interessant. Je nach Konjunkturphase greifen wir vielversprechende Sektoren heraus. Strukturierte Produkte umfassen

auch solche mit Partizipation statt mit Coupon; sie funktionieren ähnlich wie Wandelanleihen.

**Welche Rolle spielt bei der Auswahl der Basiswerte die Bewertung?** Auch mit hoch bewerteten Technologieaktien lässt sich ein gutes Produkt konstruieren. Investoren werden einsteigen, wenn die Aktienkurse 20 oder 30% fallen. Da bietet sich ein strukturiertes Produkt an mit einer Barriere von 40% des Anfangskurses – also einem Risikopuffer von 60%. Damit kann auch ein vorsichtiger Anleger wunderbar schlafen.

**«Sind die Aktien von guten Unternehmen ausgereizt, eignet sich ein Barriereprodukt.»**

**Ein immer wieder erhobener Vorwurf lautet, strukturierte Produkte enthielten hohe Gebühren und seien vor allem für den Emittenten interessant.** Das ist längst vorbei. Strukturierte Produkte sind viel günstiger, als wenn ein Privatanleger das gleiche Zahlungsprofil mit Optionen oder Warrants nachbaut. Die Gesamtkosten betragen etwa 0,6% pro Jahr – inklusive Strukturierung, Asset-Manager und Depotbank. Das ist ähnlich wie bei einem Wandelobligationen- oder einem Schweizer Immobilienfonds. Bei sehr hohen Summen werden teilweise noch tiefere Gebühren ausgehandelt. Gesunken sind die Gebühren in allen Segmenten. Am meisten unter Druck stehen die teuren Hedge Funds, denn viele können nicht nachweisen, dass sie einen besonderen Nutzen bringen. Zudem erfordern sie einen hohen Aufwand in der Due Dlligence und im Monitoring.

**Wie sieht es im Markt aus mit Retrozessionen, die von Emittenten an Verkäufer bezahlt werden?** Bei institutionellen Investoren war das nie ein Thema, seit ich diesen Markt kenne. Oft gibt es Pakete aus hauseige-

nen und fremden Anlageinstrumenten mit einer Gesamtgebühr. Sie wird aufgeteilt zwischen Depotbank, Vermögensverwalter und Strukturierer.

**Und bei Privatinvestoren?** Wenn eine Privatbank oder ein unabhängiger Kundenberater strukturierte Produkte verkaufen, dann bezahlt ihnen der Emittent eine Vertriebsentschädigung. Das ist auch völlig in Ordnung. Diese Gebühr wird ausgewiesen. Kostentransparenz ist heute vorhanden. Wenn der Kunde ein Beratungsmandat hat, dann erhält der Verkäufer nicht nochmals eine Vertriebsentschädigung.

**Zurück zur Anlagestrategie: Auf welche Fallstricke müssen Investoren achten?** Es gibt kein relevantes Lehrbuch, das die Portfoliomanagerlogik aus der Frankennoptik darlegt. Damit fängt es schon an – der Franken ist die härteste Währung seit 175 Jahren. Soll ich also in Nestlé-Aktien investieren, mit einer Dividendenrendite von 3% in Franken, oder in Mondelez mit ebenfalls 3% in Dollar, die ich mit der Währungsabsicherung verliere? Schweizer Investoren sollten Anlagen konsequent aus Frankensicht betrachten.

**Was ausser der Währung ist wichtig?** Abseits des hoch effizienten US-Marktes bieten sich Chancen. In Europa mit seinen vielen Sprachen und Kapitalmärkten, und auch in der Schweiz.

**Haben Sie Beispiele für Ineffizienzen?** Etwa die starke Abgrenzung zwischen Obligationen in Anlagequalität, also Investment Grade, und solchen spekulativer Qualität, den Hochzinsanleihen. Dem Investment-Grade-Fondsmanager wird es angst und bange, wenn das Rating einer Anleihe auf BBB gesenkt wird und damit nur noch eine Stufe über der spekulativen Qualität steht. Dann verkauft er. Der Hochzinsfondsmanager hält typischerweise Anleihen mit dem Rating B, bei höheren Ratings ist die Luft für ihn draussen. Wir haben einen Fonds, der am Sweet Spot dazwischen investiert. Die Idee dahinter ist im Hoch-

schulunterricht entstanden und ist in dieses Anlageprodukt geflossen.

**Welche Marktineffizienzen gibt es, von denen man profitieren kann?** Der Automatenbetreiber Selecta zum Beispiel hat wenig Eigenkapital und hohe Schulden und bekommt dafür von den Ratingagenturen die schlechte Bonitätsnote B. Die Agentur hat die Pflicht, nur den Schuldner zu analysieren, nicht aber die Eigentümer. Dies ist die US-Private-Equity-Gesellschaft KKR, die viel liquide Mittel besitzt. Die bringt sie aber nur bei Selecta ein, wenn es wirklich notwendig ist: Je geringer der Eigenkapitalanteil in der Bilanz von Selecta, desto besser ist die Aussicht auf eine Performance Fee für KKR beim Verkauf. Für mich als Investor ist das tiefe Rating B kein Problem, solange ich weiss, dass der Eigentümer viel Cash hat und die Firma in eine rosige Zukunft begleitet. Das schlechte Rating bringt aber eine höhere Rendite.

**Die Finanzmärkte sind in einer Goldlocks-Welt mit solidem Wachstum und geringer Inflation. Wie geht es weiter?** Das Steuerpaket von Donald Trump ist ein grosses Geschenk für Europa. In den USA nehmen die Investitionen der Unternehmen zu. Damit werden Maschinenbauer in der Schweiz, in Nord-

**«Dank der US-Steuerreform beleben sich in Europa Wachstum und Beschäftigung.»**

italien und in Deutschland mit voller Kapazität produzieren. Dank den USA beleben sich in Europa das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung. Das wird noch einige Zeit andauern. Der typische Trump-Wähler hat wenig von der US-Steuerreform, der Hauptprofiteur ist kurzfristig Europa.

**Welche Sektoren besonders?** In der Fähigkeit, Software mit Mechanik und Maschinenbau zu kombinie-

ren, ist die Region zwischen Norditalien und Süddeutschland weltweit absolut führend. Die USA sind gut in der Softwareentwicklung, ebenso China mit künstlicher Intelligenz, nicht aber in der Verbindung mit Mechanik. ABB ist weltweit der grösste Roboterhersteller. In Mitteleuropa wird es einen Beschäftigungsboom geben. Von Knappheit am Arbeitsmarkt und hohen Lohnsteigerungen sind wir aber weit entfernt, deshalb wird die Inflation moderat bleiben. Wenn sich dann auch noch die hohe Bewertung des Frankens weiter reduziert, hilft das den Schweizer Unternehmen zusätzlich.

**Kommt für Derivate auf solche Aktien ein geringer Risikopuffer in Frage?** Je nach Aktienanteil im Portfolio kann der Investor bei Derivaten mit höherer Barriere mehr Risiko in Kauf nehmen, zugunsten eines höheren Coupons.

**Warren Buffett sagte, Derivate seien Massenvernichtungswaffen. Was sagen Sie zu dieser Kritik?** Gerade Warren Buffett machte mit Derivattransaktionen in der Krise grosse Geschäfte. Im März 2009 investierte er in zehnjährige und zwanzigjährige Derivate im Nominalwert von 37 Mrd. \$. Mit Derivatkonstrukten rettete er zudem Goldman Sachs und Swiss Re. Buffett stellte Fremdkapital zur Verfügung, das in Eigenkapital gewandelt werden konnte – eine Art Wandelanleihe. Bei solchen Transaktionen stand er immer mit eigenem Geld im Risiko.

**Worauf also zielt Buffetts Kritik?** Er meinte das Kreditderivatgeschäft der bonusgetriebenen Investmentbanker, die maximale Hebel eingesetzt hatten. Er zielte auf Derivat Händler, die kein eigenes Geld einsetzen, sondern solches von Kunden oder Aktionären, um dann einen Bonus zu kassieren. Das ist eine Kritik an der Governance, an der Geschäftsführung. Ein Anlageberater oder ein Intermediär sollte selbst möglichst so investieren, wie er es seinen Kunden empfiehlt.

.....  
*Interview: Hanspeter Frey und Philippe Béguelin*

## Abgestimmt auf die Jahresfavoriten 2018. Und auf Sie.

**Jetzt informieren**

**Unsere Strukturierten Produkte.**

Vertrauen Sie auf unser Know-how und unsere Erfahrung als erstklassige Emittentin von Strukturierten Produkten. Abgestimmt auf Ihre Bedürfnisse.

Informieren Sie sich jetzt auf [zkb.ch/derivate](http://zkb.ch/derivate)

Die nahe Bank **Zürcher Kantonalbank**