

Anlagen mit hybridem Charakter

Interessant, aber komplex

Gewisse Investitionen lassen sich nicht eindeutig einer Anlagekategorie zuweisen. Sie weisen Charakteristika unterschiedlicher konventioneller Investitionen auf. Ihre Integration in ein Pensionskassenportfolio kann lohnend sein, erfordert aber Know-how.

IN KÜRZE

Hybride Anlagen haben den Vorteil, dass sie oft eine tiefere Zinssensitivität und relativ attraktive Risikoerwartungen aufweisen. Als Nachteil sind ihr komplexes Rendite-Risiko-Profil sowie der Umstand zu sehen, dass es oft nur wenige Anbieter und Produkte gibt.

Die Anlagen mit hybridem Charakter (oder hybride Anlagen) kann man als Investitionsformen definieren, die aus ökonomischer Sicht die Eigenschaften von zwei oder mehr konventionellen Anlagen aufweisen.

Da unterschiedliche Investitionsformen diese Bedingung erfüllen, bilden Anlagen mit hybridem Charakter eine heterogene Konstellation, deren Komponenten an verschiedenen Stellen des Investitionsuniversums von Pensionskassen zu finden sind (siehe Grafik).

Festlegung einer Anlagestrategie mit hybriden Anlagen

Eine Beimischung von Anlagen mit hybridem Charakter in der (langfristigen) Anlagestrategie sollte im Rahmen einer ALM-Studie geprüft werden. Im Vergleich zu den konventionellen Anlagen weisen hybride Anlagen ein relativ komplexes langfristiges Rendite- und Risikoprofil auf, das je nachdem nicht mühelos erstellt werden kann. Ein häufiger Grund dafür ist das Fehlen zuverlässiger und zugänglicher historischer Zeitreihen, was die rückblickende Analyse bestimmter hybrider Anlagen wie Hypotheken oder Mezzanine erschwert.

Aktienanlagen mit hybridem Charakter

Diese liquide Investitionsform verfügt über ein hybrides Profil, das beispielsweise bei Aktien von Private-Equity- oder Infrastruktur-Gesellschaften die Eigenschaften von Aktien und Private Equity beziehungsweise Infrastruktur widerspiegelt. Private-Equity-Anlagen gelten im Prinzip als relativ risikoreich, Infrastruktur-Anlagen als etwas konservativer. Dies zeigt ein Vergleich der historischen jährlichen Volatilität des breiten Aktienmarkts (rund 16 Prozent)

mit jener von Private-Equity-Aktien (rund 25 Prozent) und Infrastruktur-Aktien (rund 13 Prozent) anhand anerkannter Referenzindizes.

Wandel- und Pflichtwandelanleihen

Wandelanleihen gelten gemäss Art. 53 Abs. 1 BVV 2 als Forderungen und gehören damit zu den traditionellen Anlagen im gesetzlichen Sinn. Sie sind vermutlich die bekannteste Investitionsform mit hybridem Charakter. Dem Investor wird während der Wandelfrist die Option eingeräumt, die Obligation zu einem vordefinierten Aktienpreis (Wandlungspreis) in Aktien des Emittenten umzutauschen.

Wandelanleihen weisen in der Regel eine kürzere Duration auf als vergleichbare herkömmliche Obligationen und sind daher weniger zinssensitiv. Dies ist im aktuellen Marktumfeld interessant: Steigen die Zinsen, so sinkt der Marktpreis der Wandelanleihe in einem geringeren Ausmass als jener einer herkömmlichen Obligation. Sollten also Pensionskassen ihre Obligationenanlagen nicht voll und ganz durch Wandelanleihen ersetzen? Diese Frage ist eher mit einem Nein zu beantworten, da das Universum der Wandelanleihen kleiner ist als jenes der herkömmlichen Obligationen und deshalb geringere Diversifikationsmöglichkeiten bietet.

Pflichtwandelanleihen unterscheiden sich von den Wandelanleihen, indem sie – ohne Rücksicht auf die Anleger – in Aktien der emittierenden Firma gewandelt werden, wenn eine vordefinierte Kernkapitalquote unterschritten wird. Für die Anleger bergen sie deshalb höhere Risiken. Pflichtwandelanleihen werden den alternativen Anlagen zugeordnet.

**Philippe Schlumpf**

lic. oec. publ., Senior Investment Consultant, A&L Asalis AG

Hypotheken Schweiz

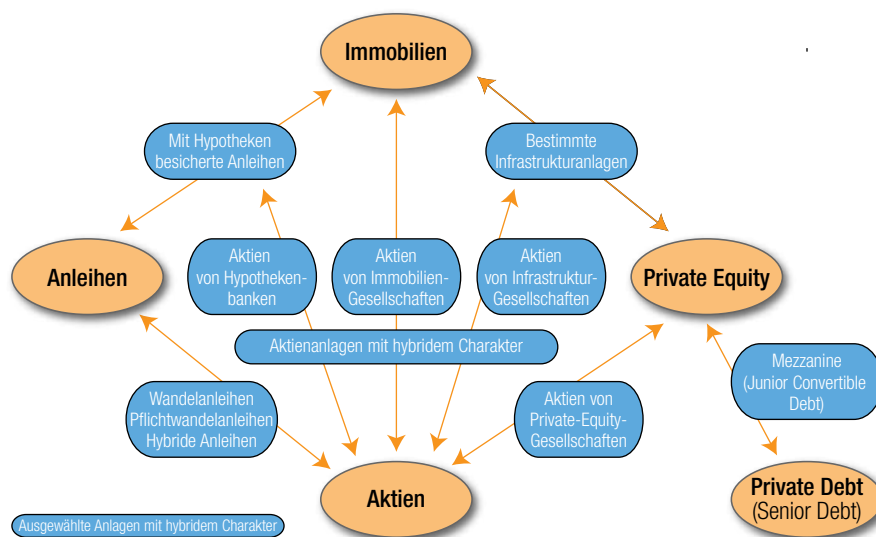
Schweizerische Grundpfandtitel (Hypotheken) gelten gemäss Art. 53 Abs. 1 BVV 2 als Forderungen und damit als traditionelle Anlagen im gesetzlichen Sinn. Sie sind gleichwertig mit Darlehen, die durch Immobilienobjekte besichert sind. Bis vor kurzem verschafften nur wenige Kollektivanlagen den Zugang zu diesem Marktsegment. Zudem waren sie nicht immer offen für Neuinvestitionen oder Aufstockungen. In letzter Zeit haben jedoch einige Anbieter neue Kollektivgefässe für institutionelle Investoren aufgelegt.

Hypotheken können als natürliche Substitute für die renditeschwachen Franken-Obligationen angesehen werden. Im aktuellen Zinsumfeld ist das verantwortliche Organ jedoch gut beraten, die Relevanz dieser Substitution anhand der folgenden Frage zu prüfen: Weist das vorgesehene Gefäss eine tiefere Zinssensitivität als jene eines breit diversifizierten Portfolios aus Franken-Obligationen auf? Wenn die Antwort ja lautet, stellt das Anlagevehikel einen interessanten Kandidaten dar, bei dem aber insbesondere noch das Kredit- und Illiquiditätsrisiko (Handelbarkeit) sowie die Qualität der Immobilienobjekte zu untersuchen sind.

Schweizerische Pfandbriefe sind Anleihen, die mit Hypotheken besichert sind, und bilden rund einen Viertel des Swiss Bond Index AAA-BBB. So gelten sie ebenfalls als traditionelle Anlagen gemäss BVV 2.

Hybride Anleihen

Hybride Anleihen stellen im derzeitigen Zinsumfeld eine attraktive, aber auch eine relativ unbekanntere Anlageklasse dar. Im gesetzlichen Sinn zählen sie zu den alternativen Anlagen. Hybride Anleihen zahlen bis zum ersten Call-Datum einen fixen Coupon. Sollte die Anleihe dann nicht zu pari zurückgezahlt werden – was in 95 Prozent der Fälle geschieht –, wechselt die Verzinsung in den allermeisten Fällen auf variabel und der Emittent hat wiederum die Möglichkeit, die Anleihe in regelmässigen Abständen zurückzukaufen. Diese Konstruktion bietet eine interessante Absicherung gegen steigende Zinsen, wobei interessierte Pensionskassen das Fremdwährungs- und Kreditrisiko (Durchschnitts-



rating = circa BBB+) in Kauf nehmen müssen.

Der hybride Charakter bestimmt sich aus den folgenden Eigenschaften:

- In der Bilanz der emittierenden Firma sind hybride Anleihen dem reinen Fremdkapital nachgestellt. Dementsprechend werden sie im Insolvenzfall erst nach allen anderen Verbindlichkeiten, allerdings vor Aktien und Wandelanleihen, bedient. Der Emittent kann sie deshalb grundsätzlich nach den geltenden Buchhaltungsstandards dem Eigenkapital zurechnen.
- Als Anlageinstrument verhält sich die hybride Anleihe bis zum ersten Call-Datum wie eine normale Obligation. Sofern sie dann nicht zurückgezahlt wird, ist sie wie ein Floater mit grundsätzlich ewiger Laufzeit zu betrachten.

Spezialisierte Anbieter auf diesem Gebiet gibt es nur wenige. Die meisten Kollektivgefässe führen zu grossen Teilen auch Pflichtwandelanleihen, die damit zusätzliche Risiken beinhalten.

Mezzanine

Mezzanine werden gesetzlich den alternativen Anlagen zugeordnet. Es handelt sich dabei um eine flexible Privatfinanzierungsform (für Firmen) zwischen Fremd- und Eigenkapital: Die Gläubiger besitzen nachrangige Forderungen, die sie unter vordefinierten Bedingungen in Eigenkapital der Schuldnerfirma wandeln können. Das Rendite-Risiko-Profil liegt damit zwischen jenem von Eigenkapital und vorrangigen Forderungen.

Verschiedene Anbieter können massgeschneiderte Mandate aufbauen und verwalten. Dagegen gibt es in der Schweiz nur sehr wenige Kollektivanlagen mit einer reinen Exposition zu Mezzanine.

Anlageverhalten von Pensionskassen

Eine präzise Ermittlung der Investitionen von Pensionskassen in die einzelnen Anlagen mit hybridem Charakter ist, bedingt durch lückenhafte Statistiken, nicht möglich. Während die Allokation in Hypotheken zwischen 1 und 2 Prozent liegt, ist der Anteil von hybriden Anleihen und Mezzanine am Gesamtvermögen vermutlich kleiner als 0,5 Prozent. Diese Grössenordnungen gelten auch für Wandelanleihen. Das zeigt, dass Pensionskassen konventionelle Anlagen vorziehen, sicherlich weil diese ein einfacher verständliches Rendite-Risiko-Profil aufweisen und über eine breite Auswahl an geeigneten Anlageprodukten verfügen. |

Hybride Anlagen

Häufige Vorteile

- Relativ tiefe Zinssensitivität
- Relativ attraktive Renditeerwartung

Häufige Nachteile

- Komplexes Rendite-Risiko-Profil
- Beschränkte Anzahl Anbieter und Anlageprodukte