

Anleihen und anleihenähnliche Finanzinstrumente

Eine Anlageklasse im Wandel

Obligationen sind längst keine einfache, in sich relativ geschlossene Anlagekategorie mehr. Von (zinslosen) Staatsanleihen bis zu komplexen, hochmargigeren Instrumenten öffnet sich ein weiterer Fächer.

Themen wie globale Verschuldung und Negativzins-Umfeld sind allgegenwärtig in den Diskussionen bei den Pensionskassen. Dies aus gutem Grund, denn sie finanzieren mit rund einem Drittel ihres Anlagevermögens Schulden von Unternehmen, Regierungen und Haushalten im In- und Ausland.

Ein zunehmend komplexes Universum

Spätestens seit der Finanzkrise ist den Investoren und den Regulatoren bewusst, dass die Risiken der Anlagen, die unter Fixed Income subsumiert werden, sehr unterschiedlich, teilweise hochkomplex, veränderlich und nicht ohne Weiteres risikoarm sind. Das Engineering der Finanzindustrie der letzten 25 Jahre und neuerdings auch Blockchain und Tokenisierung haben zu vielfältigen Kreditformen, Verpackungen, Derivaten, Handelsmöglichkeiten und Anlagestilen geführt. Insbesondere sind die privaten Kreditmärkte, die früher lokal und primär von Banken bewirtschaftet wurden, heutzutage auch international zugänglich.

Auch aus Schuldnersicht offenbart sich die Komplexität: Unternehmen ab einer gewissen Grösse beschaffen Fremdkapital in der Regel diversifiziert über verschiedene Instrumente und Kanäle. Es stehen Kredite (Loans) und Obligationen aus, die über verschiedene Laufzeiten, Währungen, Ränge und Risikostufen strukturiert sind. Dies nicht immer freiwillig, denn die Banken- und Versicherungsregulierung fordert hybride Instrumente, die in Krisenfällen stabilisierend in Aktienkapital gewandelt werden.

Mit der Überarbeitung der Anlagevorschriften BVV 2 von 2014 wurde der Versuch gewagt, Fixed-Income-Anlagen mit einer klaren Trennlinie in zulässige, klassische, einfach verständliche und

tendenziell risikoarme Forderungen und komplexe, alternative Forderungen aufzuteilen.

Zuteilung zu Anlagekategorien nach BVV 2:

Die Rolle der Direktaufsicht

Die Direktaufsichtsbehörden haben gemäss Art. 62 BVG einen ausgesprochen breit gefassten Überwachungsauftrag. Sie wachen darüber, dass Vorsorgeeinrichtungen, Revisionsstellen und Experten für berufliche Vorsorge sich innerhalb des rechtlichen Rahmens bewegen und das Vorsorgevermögen zweckgemäss verwendet wird.

Die Aufsichtsbehörden nehmen diesen Auftrag im Rahmen des bestehenden Aufsichtssystems wahr. Bei Fragen der Zuteilung von Anlagen zu den Anlagekategorien gemäss BVV 2 steht die Aufgabenteilung zwischen oberstem Organ, Revisionsstelle und Aufsichtsbehörde im Fokus.

Verantwortlich für die BVV 2-konforme Zuteilung zu den Anlagekategorien ist das oberste Organ im Rahmen seiner Verantwortung für das Rechnungswesen und die Jahresberichterstattung (Art. 51a BVG). Dabei gilt der Grundsatz der Stetigkeit. Diese Zuteilung sowie die Übereinstimmung mit dem gültigen Anlagereglement werden durch die Revisionsstelle geprüft (Art. 52c Abs. 1 BVG), die über alle dazu notwendigen Unterlagen verfügt. Diese Prüfung durch die Revisionsstelle wird nach einheitlicher Praxis der Konferenz der Direktaufsichtsbehörden in der Regel als abschliessend betrachtet. Die Aufsicht behält sich selbstverständlich vor, bei offenkundigen Fehlzuteilungen einzugreifen.

Bezüglich Beurteilung spezifischer Zuteilungsfragen nach BVV 2 ist somit die Revisionsstelle zuständig. Sie nimmt dabei wenn nötig Rücksprache mit Anlagespezialisten.

Marek Ondraschek

BVG- und Stiftungsaufsicht
des Kantons Zürich (BVS)

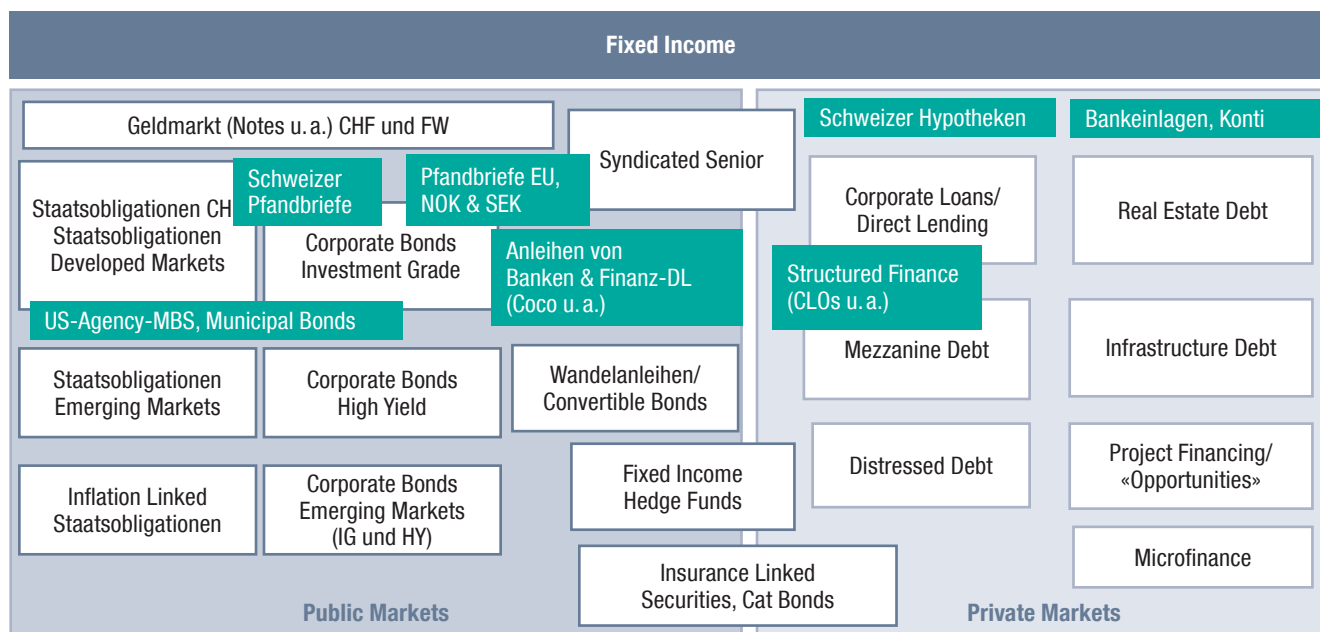
Marco Huber
ECOFIN Investment
Consulting AG



Christian Fitze
Dr. oec.
ECOFIN Investment
Consulting AG



Fixed-Income-Landschaft – wichtigste Klassen und Segmente sowie ausgewählte Nischen (grüne Kästchen)



Hinweis: Die Grössen der Kästchen sagen nichts über die Marktgrösse aus.

Dass dies nur bedingt erfolgreich war, bezeugen vielfältige Kommentare und Kommentare zu den Kommentaren, die sich mit den Grenzfällen und den Widersprüchlichkeiten beschäftigen (zur Position der Aufsicht hinsichtlich Zuordnung der Anlagen nach BVV 2 siehe Kasten).

Von Staatsanleihen bis zu solchen mit aktienähnlichem Charakter

Die Abbildung vermittelt einen Überblick zur Segmentierung der Fixed-Income-Landschaft, wie sich die Asset-Management-Industrie mit ihren Produkten einschliesslich ausgewählter Nischen präsentiert.

Ausgehend von Geldmarktanlagen und den klassischen Staatsobligationen im Bereich links oben folgt mit staatsnahen Emittenten (z. B. US-Agency MBS) ein fließender Übergang zu den Unternehmensobligationen. Ebenfalls fließend ist der Übergang von kotierten Unternehmensobligationen zu ihren pri-

vaten Pendanten (Corporate Loans/Kredite, Direct Lending). Deren ökonomische Eigenschaften unterscheiden sich oftmals nur graduell, aber erhebliche Differenzen bestehen in den Bereichen Transparenz, Liquidität und Governance.

Aufgeführt sind auch Kreditanlagen, die dem Fixed-Income-Universum zugeordnet werden, aber weitgehend Aktiencharakter aufweisen. So kann eine Obligation bei ungünstiger Bonitätsentwicklung von «BBB» (Investment Grade) zu «BB» und damit High Yield heruntergestuft werden und weiter über einen Verzug bei den Zinszahlungen in «Default» gelangen. Über ein «Restructuring» können die Gläubiger mit dem Schuldner die Konditionen neu verhandeln und eine Eigenkapitalpartizipation vereinbaren («Distressed Debt»). Die Anlage ist stets eine Obligation, weist aber zunehmend Aktiencharakter auf.

In den Anlagestrategien der Pensionskassen sind die Fixed-Income-Anlagen in

TAKE AWAYS

- Die Komplexität des Anlageuniversums Fixed Income manifestiert sich in einer Vielfalt von Produkten mit unterschiedlichen Rendite-/ Risikoprofilen.
- Die Komplexität wird einerseits von der Finanzindustrie und andererseits von den Schuldnern befördert.
- Einige Instrumente weisen starken Aktiencharakter auf.

unterschiedlicher Granularität strukturiert. Die Tabelle (Seite 30) zeigt gängige Verfeinerungen und stellt die Beziehung zur Fixed-Income-Landschaft der Finanzindustrie her.

Auch mit der gestiegenen Bedeutung der Nachhaltigkeit besteht ein Bedürfnis, genauer zu verstehen, was drin ist, wenn Fixed Income drauf steht. **I**

Eigenschaften	Bedeutung für Schweizer Pensionskassen	Bemerkungen
Obligationen CHF		
Umfassen erstklassige Bundesobligationen (Eidgenossen), Emissionen von Körperschaften, Pfandbriefe (hypothekenbesichert) und Unternehmensobligationen in- und ausländischer Emittenten.	Eidgenossen bilden die risikolose Ankeranlage aus ALM-Sicht und sind ein erstklassiger Liability-Hedge. Allerdings mit zu tiefer, aktuell negativer, Rendite.	Die Risiken der Kategorie sind überwiegend Zinsänderungsrisiken (Duration). Im Segment der ausländischen Schuldner sind immer wieder unterschiedliche Emittenten opportunistisch am Markt.
Hypotheken Schweiz		
Kredite an Immobilienbesitzer aller Art mit Grundpfandsicherung.	Steigende Beliebtheit dank «Extraprämie», weil die Negativzinsen nicht auf Hypotheken durchschlagen (Floor). Lokale Finanzindustrie stellt vermehrt Kollektivanlagen für Pensionskassen zur Verfügung.	Hohe Pfandsicherheit aufgrund konservativer Belehnungspraxen. Uneinheitliche Bewertungsmethoden erschweren die Vergleichbarkeit der Produkteangebote.
Staatsobligationen Fremdwährungen		
Heterogenes Länderuniversum mit Unterscheidung nach Entwicklungsstand (Developed/ Emerging Markets), Bonitäten und Emissionswährungen. Problematischer politisch «unterdrückter» Kreditprämien zur Vermeidung einer Schuldenkrise.	Beliebtheit liquider, währungsgesicherter Staatsobligationen hoher Bonität (USA, DE) für die Diversifikation von CHF-Zinskurvenrisiken. Länderuniversum wird in der Regel gemäss Bonitätsanforderungen und zum Teil mit weiteren Kriterien wie Steuerstatus oder Qualitätskriterien wie auch ESG-Erwägungen massgeschneidert.	Kategorie kann staatsnahe Emissionen subsumieren mit unterschiedlichen Bonitätsgraden und lokalen Komplexitäten (z. B. US-Agency-Bonds, US-Municipals). Inflationsgeschützte Staatsobligationen ermöglichen Kaufkraftverlust. Dies kommt nicht gratis. Emerging-Markets-Universum mit Emissionen in Hard und Local Currencies.
Unternehmensobligationen Investment Grade (IG)		
Emissionen von qualitativ guten Schuldnern (Minimum-Rating BBB). Neben dem Zinsrisiko spielt das bonitätsspezifische Kreditrisiko (Spread-Prämie) eine Rolle.	IG-Corporates werden vermehrt als Substitut für Staatsobligationen (Zinsstrukturrisiken) gehalten, breite Schuldnerdiversifikation.	Auch von Notenbanken verzerrte Marktsegmente. Grosse Bedeutung des USD-Markts.
Unternehmensobligationen High Yield (HY)		
Obligationen von qualitativ weniger guten Schuldnern (Rating BB und tiefer). Die erhöhten Kredit- und Ausfallrisiken dominieren die Volatilität und das Pricing und führen in Krisen zu aktienähnlichem Verhalten. Ausfallrisiken können sich materialisieren.	HY-Corporates werden vermehrt als Diversifikatoren für Aktienrisiken gehalten, mit naturgemäß geringerem Upside, aber (historisch) deutlich schnellerem Recovery nach einer Krise als Aktien.	Temporäre Illiquidität in Krisen. Schwankende Risikokompensation im Konjunkturzyklus, Timing-Risiken beim Einstieg.
Private Debt		
Kann vieles enthalten, von Bankenkonsortien (Syndicated Senior Secured Bank Loans) sowie privat zwischen Schuldner und Gläubigern (Direct Lending) originierte Kredite. Bezüglich Bonität vergleichbar mit HY-Obligationen bei tieferer Duration aufgrund variabler Verzinsung.	Diversifikation von Kreditrisiken, u. a. aufgrund Erschliessung von zusätzlichen Schuldner (Middle Market Lending). Kompensation der Risiken durch vergleichsweise attraktive Renditeprofile, gegeben, die Ausfallraten und Recovery-Werte bleiben im erwarteten Bereich.	Syndicated Senior Secured Bank Loans mit Sekundärmarkt. Direct Lending in der Regel mit NAV-Charakter. In der Kapitalstruktur einer Unternehmung sind Kredite in der Regel vorrangig zu Obligationen und im Gegensatz zu diesen besichert und mit Klauseln (Covenants) versehen.

Obligations et instruments financiers assimilés à des obligations

Une classe d'actifs en pleine mutation

Les obligations ne sont plus depuis longtemps une catégorie de placement simple et relativement fermée. Des emprunts d'État (sans intérêt) aux instruments complexes à marge élevée, elles présentent un large éventail d'options.

Des thèmes comme l'endettement mondial et l'environnement des taux d'intérêt négatifs sont omniprésents dans les discussions des caisses de pensions. Et ce pour une bonne raison, car elles financent avec environ un tiers de leurs actifs des dettes d'entreprises, de gouvernements et de ménages en Suisse et à l'étranger.

Un univers de plus en plus complexe

Au plus tard depuis la crise financière, les investisseurs et les régulateurs sont conscients que les risques des placements classés dans la catégorie des revenus fixes sont très différents, parfois très complexes, changeants, et qu'on ne peut pas admettre a priori que de tels placements présentent peu de risques. L'ingénierie de l'industrie financière des 25 dernières années et, plus récemment, la blockchain et la tokenisation, ont donné naissance à de multiples formes de crédit, de structurations, de produits dérivés, de possibilités de négoce et de styles de placement. En particulier, les marchés privés du crédit, qui étaient auparavant gérés localement et principalement par les banques, sont aujourd'hui également accessibles à l'échelle internationale.

La complexité se manifeste également du point de vue des débiteurs: les entreprises d'une certaine taille se procurent en général des capitaux étrangers de manière diversifiée par le biais de différents instruments et canaux. Il existe des crédits (loans) et des obligations structurés sur différentes durées, devises, rangs et niveaux de risque. Cela n'est pas toujours volontaire mais tient au fait que la réglementation des banques et des assurances

exige des instruments hybrides qui, en cas de crise, sont convertis en capital-actions à des fins de stabilisation.

Avec la révision des prescriptions de placement OPP 2 de 2014, on a tenté de répartir les placements à revenu fixe avec une ligne de séparation claire entre les créances autorisées, classiques, faciles à comprendre et à tendance à présenter peu de risques, et les créances complexes et alternatives.

Le fait que cette démarche n'ait été que partiellement couronnée de succès est attesté par les multiples commentaires et commentaires au sujet des commentaires qui traitent des cas-limites et

des contradictions (pour la position de l'autorité de surveillance concernant l'attribution des placements selon l'OPP 2, voir l'encadré).

Des obligations d'État à celles qui s'apparentent à des actions

Le graphique (page 29 dans l'article allemand) donne une vue d'ensemble de la segmentation du paysage des revenus fixes, telle que l'industrie de la gestion d'actifs se présente avec ses produits, y compris des niches sélectionnées.

En partant des placements sur le marché monétaire et des obligations d'État classiques dans la zone en haut à gauche,

Attribution aux catégories de placement selon l'OPP 2: le rôle de la surveillance directe

L'art. 62 LPP confère aux autorités de surveillance directe un mandat de surveillance très large. Ainsi, elles veillent à ce que les institutions de prévoyance, les organes de révision et les experts en matière de prévoyance professionnelle évoluent dans le cadre légal et à ce que la fortune de prévoyance soit utilisée conformément à son but.

Les autorités de surveillance assument ce mandat dans le cadre du système de surveillance existant. Pour les questions relatives à l'attribution des placements aux catégories de placement selon l'OPP 2, l'accent est mis sur la répartition des tâches entre l'organe suprême, l'organe de révision et l'autorité de surveillance.

L'organe suprême est compétent pour l'attribution aux catégories de placement conformément à l'OPP 2 dans le cadre de sa responsabilité en matière de comptabilité et de rap-

port annuel (art. 51a LPP). Le principe de la continuité s'applique ici. Cette attribution ainsi que la conformité avec le règlement de placement en vigueur sont vérifiées par l'organe de révision (art. 52c al. 1 LPP), qui dispose de tous les documents nécessaires à cet effet. Selon la pratique uniforme de la Conférence des autorités de surveillance directe, cet examen par l'organe de révision est en général considéré comme définitif. L'autorité de surveillance se réserve bien entendu le droit d'intervenir en cas d'erreurs manifestes d'attribution.

L'organe de révision est donc compétent pour évaluer les questions d'attribution spécifiques selon l'OPP 2. Si nécessaire, il consulte des spécialistes des placements.

Marek Ondraschek

Surveillance LPP et des fondations du canton de Zurich (BVS)

on passe progressivement aux obligations d'entreprises avec des émetteurs proches de l'État (par ex. US-Agency MBS). Le passage des obligations d'entreprises cotées à leurs équivalents privés (prêts/crédits aux entreprises, prêts directs) est également fluide. Leurs caractéristiques économiques ne diffèrent souvent que graduellement, mais il existe des différences considérables dans les domaines de la transparence, de la liquidité et de la gouvernance.

Sont également mentionnés les placements de crédit qui sont classés dans l'univers des titres à revenu fixe, mais qui ont en grande partie le caractère d'actions. Ainsi, en cas d'évolution défavorable de la solvabilité, une obligation peut être rétrogradée de «BBB» (Investment Grade) à «BB» et donc à haut rendement, puis passer à «Default» en raison

d'un retard dans le paiement des intérêts. Par le biais d'une restructuration, les créanciers peuvent renégocier les conditions avec le débiteur et convenir d'une participation aux fonds propres (créance en difficulté). Le placement est toujours une obligation, mais présente de plus en plus le caractère d'une action.

Dans les stratégies d'investissement des caisses de pensions, les placements à revenu fixe sont structurés à différents niveaux de granularité. Le tableau (page 34) présente des affinements courants et établit un lien avec le paysage du revenu fixe de l'industrie financière.

Avec l'importance accrue de la durée, il importe également de mieux comprendre ce qu'il y a sous un emballage qui porte l'étiquette «revenu fixe». |

Marco Huber

TAKE AWAYS

- La complexité de l'univers de placement à revenu fixe se manifeste par une diversité de produits aux profils de rendement/risque différents.
- La complexité est encouragée d'une part par l'industrie financière et d'autre part par les débiteurs.
- Certains instruments présentent un caractère fortement boursier.

Christian Fitze