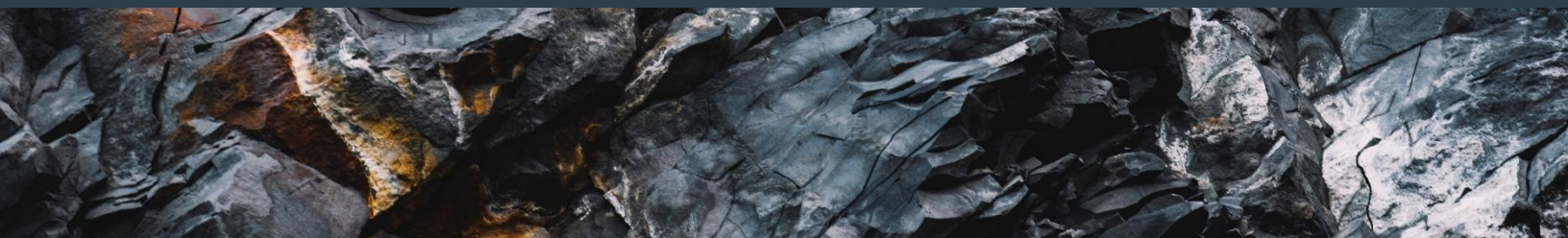


# Hybride Anleihen

Attraktive Anlageklasse mit hohen Einkommensströmen von Qualitätsemittenten



DCP Client Partner AG  
Dianastrasse 5 | 8002 Zürich | Schweiz  
Tel. +41 43 888 55 88 | [hello@dcp.ch](mailto:hello@dcp.ch)  
[www.dcp.ch](http://www.dcp.ch)

## Einführung in die hybride Anlageklasse

Hybride Anleihen sind eine junge Anlageklasse. Sie ermöglicht es Investoren, in solide Schuldner zu investieren und aufgrund ihrer Struktur einen attraktiven Rendite-Mehrertrag zu erzielen.

Aufgrund der unterschiedlichen Struktureigenschaften sowie der grossen Variabilität der Schuldnerqualität kommt der Schuldnerselektion eine entscheidende Bedeutung zu.

### Definition von hybriden Anleihen

Wie der Name suggeriert, handelt es sich bei den hybriden Anleihen um eine Kombination aus Fremd- und Eigenkapitalcharakteristiken.

Emittenten können Hybridanleihen aufgrund ihrer Nachrangigkeit zum Eigenkapital anrechnen (nach IFRS). Auf der anderen Seite weisen die Papiere fremdkapitalähnliche Züge auf: Sie besitzen zunächst einen festen Zinssatz, es gibt frühzeitige Rückkaufszeitpunkte und die Zinsen können steuerlich abgesetzt werden. Die Papiere haben feste («dated hybrids») oder ewige («perpetuals») Laufzeiten.

In gewissen Ländern, wie Deutschland oder Österreich, sind Hybridanleihen eher als Nachranganleihen bekannt. Jedoch repräsentiert dieser Terminus nur die Eigenkapitaleigenschaften von Hybridanleihen. Deswegen präferiert DCP den Terminus Hybridanleihen.

## Hybride sind Anleihen mit Zinsschutz

Ein Grossteil der hybriden Anleihen weist einen impliziten Zinsschutz (Inflationsschutz) aus. Denn die Anleihen wechseln in einer Mehrheit der Fälle auf eine variable Verzinsung (Fix-to-Float-Struktur) nach dem ersten Call-Datum. Konkret heisst das, dass sich die Zins-komponente aus folgenden Bestandteilen zusammensetzt:

*Referenzzinssatz + initiale Risikoprämie + potentieller Step-Up*

Als Referenzzinssatz dient beispielsweise der dreimonatige CHF-Saron oder der 5-Jahres-EUR-Swap. Bei einem Zinsanstieg steigt der Referenzzinssatz und damit die zukünftige Verzinsung.

Die jeweilige Ausgestaltung der Zins-komponente ist von Hybrid- zu Hybridanleihe unterschiedlich. So gibt es von vierteljährlichen bis zu zehnjährigen Intervallen eine grosse Bandbreite von Varianten, wann der Zinssatz neu bestimmt wird. In einem steigenden Zinsumfeld sind kurze, in einem sinkenden Umfeld lange Intervalle von Vorteil.

## Emittenten: wer und weshalb?

Die hybride Anlageklasse ist ein Wachstumsmarkt und verfügt über ein Marktvolumen von rund 970 Mrd. EUR. Dabei können die Emittenten im Wesentlichen in drei Gruppen unterteilt werden: Banken, Versicherungen und Unternehmen.

Banken und Versicherungen emittieren hybrides Kapital, um ihr Kern- bzw. Solvenzkapital zu stärken und die regulatorischen Anforderungen einzuhalten.

Unternehmen aus anderen Branchen (sprich «Corporates») unterliegen keinen regulatorischen Kapitalanforderungen. Diese emittieren hybride Anleihen primär zwecks Stärkung ihres Eigenkapitals bzw. aus Verschuldungs- und Ratingabsichten bei Investitions- oder Finanzierungsabsichten (wie beispielsweise auch bei anorganischem Wachstum, M&A). Die steuerliche Abzugsfähigkeit der Coupons sowie die Stärkung des Eigenkapitals ohne Verwässerungseffekte für die Aktionäre runden die Attraktivität dieser Instrumente ab.

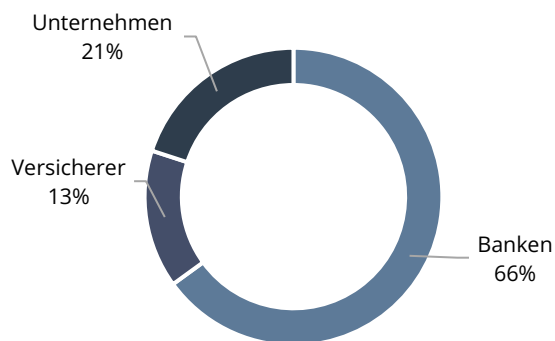


Abbildung 1: 970 Mrd. EUR Markt in Europa  
(Quelle: Bloomberg, Nov 2025)

## Struktureigenschaften im Überblick

Hybride Anleihen weisen verschiedene Struktureigenschaften auf:

<b>Nachrangigkeit</b>	Hybride Anleihen sind per Definition nachrangig. D.h. im Konkursfall werden die Anleihehalter erst nach den Senior-Obligationären bedient.
<b>Seniorität</b>	Tier 1: Coupons können ausgesetzt und müssen nicht nachbezahlt werden. Tier 2/3: Coupons können ausgesetzt, müssen aber bei Verbesserung des Schuldners wieder aufgenommen und (teilweise aufgezinnt) nachbezahlt werden (kumulativ).
<b>Laufzeit</b>	Rund die Hälfte der Anleihen laufen ewig («perpetual»), können aber frühzeitig zurückbezahlt werden.
<b>Call-Datum</b>	Frühzeitige Möglichkeit zur Rückzahlung der Anleihen; meistens in 5-10 Jahren nach der Emission.
<b>Coupon</b>	Meistens Fix-to-Float, d.h. mit fixem Coupon bis zum ersten Call-Datum, danach floating; Fix-for-Life ebenfalls möglich.
<b>Klauseln</b>	Möglich sind regulatorische, steuerliche, buchhalterische, rating-bezogene usw. Events, die eine frühzeitige Kündigung ermöglichen (frühzeitige Kündigung bei 100% / 101% / Make Whole möglich)

Tabelle 1: Struktureigenschaften von hybriden Anleihen

## Nachrangigkeit und Seniorität

Hybride Anleihen sind nachrangige Instrumente. Die Ansprüche der Obligationäre stehen rangmässig vor denen der Aktionäre, aber nach denen der Senior-Obligationäre. Im Konkursfall werden die Halter dementsprechend nach den Senior-Obligationären bedient und die Recovery Rate ist niedriger. Während Senior Unsecured Anleihen eine durchschnittliche Erholungsrate von 38% aufweisen, liegt diese bei nachrangigen Anleihen zwischen 22 und 32% je nach Rang (vgl. Abbildung 2). Nicht nur deshalb sollte die Selektion des Schuldners die höchste Priorität im Anlageprozess genießen.

<b>Sr. Unsecured</b>	38%
<b>Sr. Subordinated</b>	31%
<b>Subordinated</b>	32%
<b>Jr. Subordinated</b>	22%

Abbildung 2: Durchschnittliche Recovery Rates 1983-2024  
(Quelle: Moody's, 2025)

Die Einordnung in die Kapitalstruktur ist in Abbildung 3 am Beispiel einer Bank dargestellt.

In der Abbildung wird auch die Bedeutung von AT1-Anleihen (auch «CoCos» genannt) deutlich. Diese werden von Banken ausgegeben. Unter bestimmten Bedingungen kann dieses Kapital in Eigenkapital umgewandelt oder abgeschrieben werden. Gleichzeitig sind die Coupons diskretionär und werden nicht nachbezahlt. Somit stellt der AT1-Rang die risikoreichste Form der Anleiheinvestition in eine Bank dar und steht direkt vor den Aktionären an zweiter Stelle.

Tier-2-Kapital stellt den „Sweet Spot“ in der Kapitalstruktur einer Bank dar, da Investoren höhere Coupons als Senior-Obligationäre erhalten und gleichzeitig von einer attraktiven Struktur profitieren

(Rang und Coupons sind kumulativ und müssen nachgezahlt werden etc.).

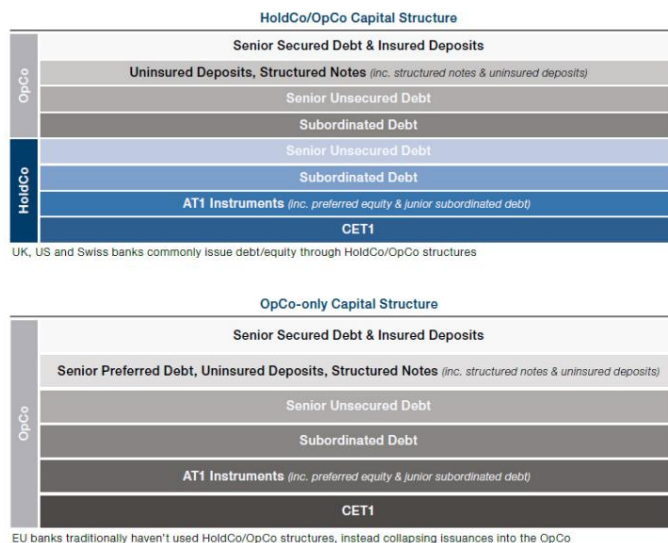


Abbildung 3: Kapitalstruktur einer Bank (Quelle: Man GPM, 2023)

## Laufzeit und frühzeitige Kündigung

Hybride Anleihen werden in der Regel mit unbegrenzter Laufzeit («perpetual») ausgegeben und können daher auf dem Papier auch als «ewige Anleihen» bezeichnet werden. In vereinzelt Fällen werden die Anleihen jedoch mit sehr langen Laufzeiten von 30 bis 60 Jahren («dated hybrids») emittiert.

Den Emittenten bleibt das Recht, die Anleihe frühzeitig vom Markt zu nehmen. Man spricht dabei vom Call-Datum. In 95% der Fälle wird diese frühzeitige Kündigung von den Emittenten ausgeübt. Dadurch baut sich mit der Zeit ein Vertrauensverhältnis zwischen Unternehmen und Anleihehaltern auf. Ein frühzeitiger Rückkauf ist jedoch nicht garantiert. In etwa 5% der Fälle kündigte das Unternehmen die Anleihe nicht am ersten Call-Datum («extension risk»). Dies verdeutlicht, dass Erfahrung und Selektion im Anlageprozess von zentraler Bedeutung sind.

Eine Kündigung der Anleihe am Call-Datum wird von verschiedenen Aspekten incentiviert:

- Ökonomischer Anreiz  
Unter Umständen kann es für den Emittenten günstiger sein, eine neue hybride Anleihe am Markt zu platzieren. Zudem spielen Step-Ups (zusätzliche Prämie) eine zentrale Rolle. Hybride Anleihen mit einem Step-Up haben eine deutlich erhöhte Wahrscheinlichkeit am ersten Call-Datum gecalld zu werden.
- Reduzierter Equity Credit  
Rating-Agenturen rechnen den Hybriden nach dem ersten Call-Datum nicht mehr oder mit deutlich reduzierter Proportion zum

Eigenkapital an. Dies kann eine frühzeitige Kündigung auslösen.

- Höhere Schuldnerqualität  
Es kann sein, dass sich die Schuldnerqualität in der Zwischenzeit deutlich erhöht hat und der Emittent keinen Zweck mehr sieht, einen hohen Coupon zu bezahlen. Die Eigenkapitalanrechnung macht weniger Sinn, da organisch Eigenkapital aufgebaut wurde.
- Reputation  
Da die meisten Hybriden beim ersten Call-Datum zurückbezahlt werden, kann ein „Nicht-Call“ unter Umständen zu erhöhten Finanzierungskosten auf der gesamten Kurve und Kapitalstruktur sorgen.
- Regulatorische Veränderungen  
Aufgrund regulatorischer Veränderungen können Hybride die Eigenkapitalanrechnung verlieren und sind somit für den Emittenten nicht mehr attraktiv.
- Kreditklauseln  
Bestimmte Kreditklauseln, wie z.B. im Falle eines Kontrollwechsels (Change of Control) könnten zu einer frühzeitigen Rückzahlung führen.

In den letzten Jahren haben vor allem die regulatorischen Veränderungen für regelmässige Calls im Hybridbereich gesorgt. Mit Basel III wurden alte Anleihen im Bankenbereich ab 2022 nicht mehr als Kernkapital anerkannt. Deshalb haben Banken die ersten Calls wahrgenommen. Ähnlich ist es bei Versicherungen mit dem seit Anfang 2016 in Kraft befindlichen Regelwerk Solvency II. Die alten Solvency I-Anleihen waren bis 2026 anrechenbar. Der regulatorische Rückenwind (Basel III auf Basel IV) wird noch eine Weile anhalten.

## Fix-to-Float Charakteristik

Der Grossteil der hybriden Anleihen (~75%) bietet eine Fix-to-Float-Struktur und damit einen impliziten Zins- bzw. Inflationsschutz. In der Regel werden hybride Anleihen mit einer Laufzeit von fünf bis zehn Jahren bis zum ersten Call-Datum begeben. Bis dahin ist der Coupon fest definiert und wird in der Regel jährlich ausbezahlt.

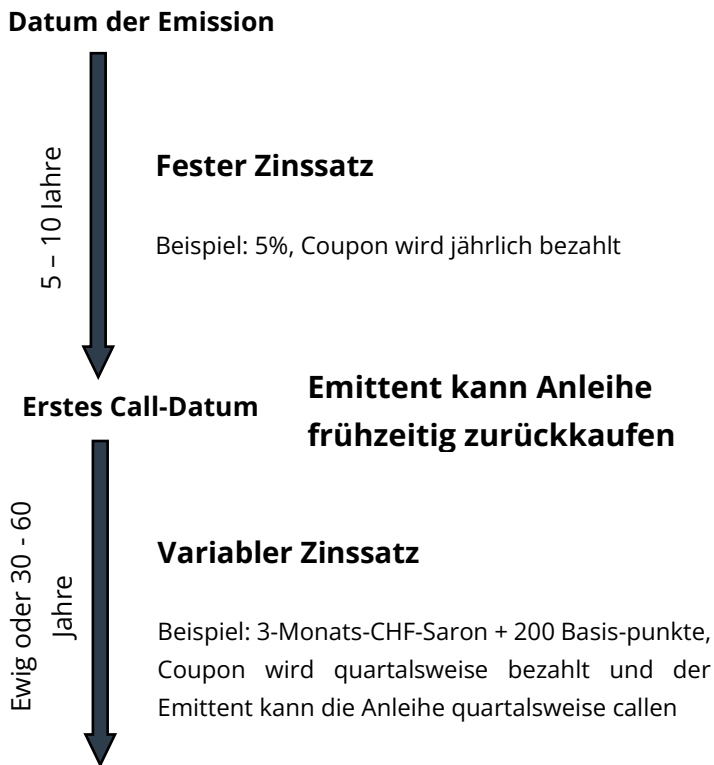


Abbildung 4: Typische Zinsstruktur einer hybriden Anleihe

Der Emittent kann die Anleihe am ersten Call-Datum frühzeitig vom Markt nehmen. Wird diese Option nicht ausgeübt, wechselt die Anleihe in einen Floater. In der Regel wird dann eine Prämie über einem definierten Referenzzinssatz, wie beispielsweise dem 3-Monats-CHF-SARON, gezahlt.

In einigen Fällen wird zusätzlich ein Step-up gezahlt. In diesen Fällen steigt die Wahrscheinlichkeit, dass der Emittent die Anleihe am ersten Call-Datum zurückbezahlt, stark an. Grundsätzlich sind die

initiale Risikoprämie, ein eventueller Step-Up und der Referenzzinssatz massgebend.

Wenn eine Zinserhöhung erwartet wird, steigt die Rendite für den Anleger bis zum Verfalltermin analog dieser Erwartung.

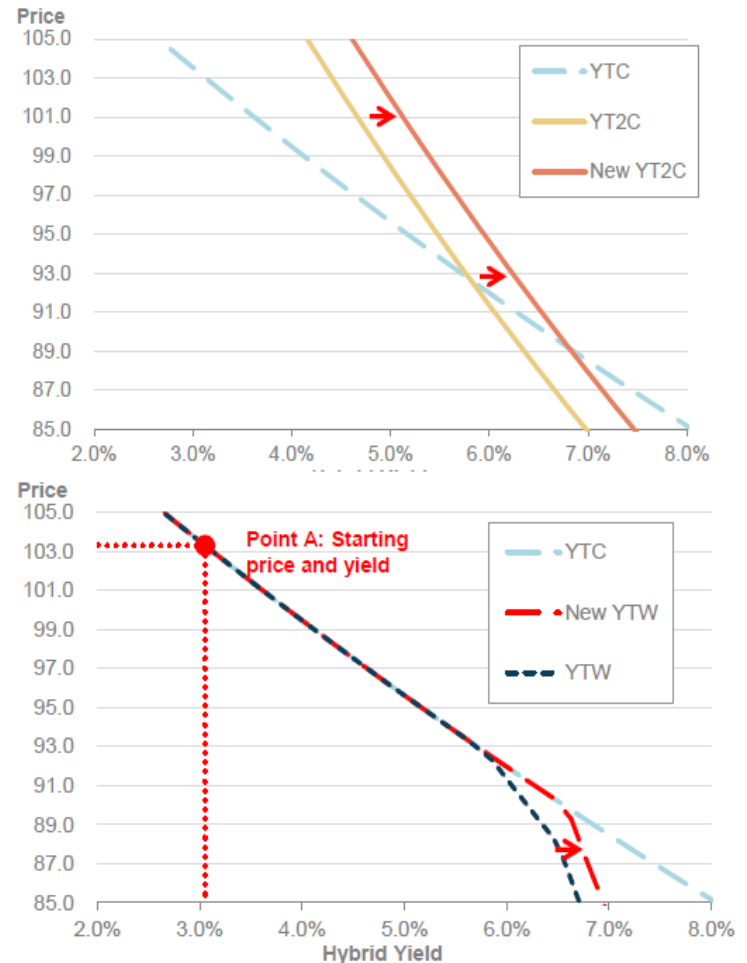


Abbildung 5: 100 Bp Swap Rate Erhöhung erhöht Rendite auf den Verfall (Quelle: Morgan Stanley Research, 2015)

Neben Fix-to-Float-Instrumente existieren auch Fix-for-Life-Instrumente. Hier ist entscheidend, in welchem Umfeld (Zinsen, allgemeine Wirtschaftslage sowie Lage des Emittenten) die Anleihe ausgegeben wurde.

## Wichtigste Klauseln

Ähnlich wie bei Senior-Anleihen gibt es bei hybriden Anleihen ähnliche Klauseln (z. B. Gross-up event). Es

gibt jedoch weitere Klauseln, die es dem Emittenten ermöglichen, die Anleihe frühzeitig zu 100/101% zurückzurufen. Bei stark über Par notierenden Anleihen ist deshalb Vorsicht geboten und es ist erneut eine erweiterte Kenntnis des Emittenten nötig.

- Accounting event  
Die hybride Anleihe verliert ihre Eigenkapitalanrechenbarkeit nach IFRS. Dadurch ergibt die Anleihe (und der hohe Coupon) für den Emittenten keinen Sinn mehr und es besteht die Möglichkeit die Anleihe zu 100/101% etc. zurückzuzahlen.
- Tax event  
Die Zinszahlungen des Hybriden können nicht mehr steuerlich abzugsfähig behandelt werden. Auch hier kann ein frühzeitiger Call möglich werden.
- Rating-agency event  
Der Verlust des Equity Credits bei einer Ratingagentur kann zu einem frühzeitigen Call führen.
- Regulatorischer Event  
Die Veränderung der regulatorischen Rahmenbedingungen kann zu einem regulatorischen Call zu 100/101 (Reg Par Call) führen.

### **Hybride attraktiv im festverzinslichen Vergleich**

Hybride schneiden im Vergleich zu herkömmlichen festverzinslichen Wertpapieren in vielerlei Hinsicht gut ab.

Im Gegensatz zu Staatsanleihen oder Junk-Bonds kann man mit ihnen in ein solides Investment-Grade-Unternehmen investieren. Viele Staaten haben sich

hingegen in der jüngeren Vergangenheit stark verschuldet und weisen zunehmend nicht nachhaltige Verschuldungsgrade auf.

Bei Junk-Anleihen wiederum nimmt man ein höheres Ausfallrisiko in Kauf und wird über die Risikoprämie nicht viel stärker kompensiert als bei Hybriden.

Senior-Anleihehalter sind ebenfalls Stakeholder eines soliden Unternehmens. Ähnlich wie bei Staatsanleihen ist man bei Senior-Anleihen eher einem Zins- bzw. Durationsrisiko ausgesetzt. Hybride Instrumente bieten aufgrund ihrer Fix-to-Float-Struktur hingegen einen impliziten Inflationsschutz.

Schließlich profitieren im Banken- und Versicherungssektor die hybriden Anleihen von regulatorischem Rückenwind. Der Regulator erhöht die Eigenmittelanforderungen, was „Alt“-Obligationäre stärkt.

## Zwei Beispiele von hybriden Anleihen



23.02.2022: Emissionsdatum

7 Jahre

**Fester Zinssatz: 2%**

Coupon wird jährlich bezahlt

23.03.2028: Erstes Call-Datum

Lange Laufzeit

**Variabler Zinssatz**

5-Jahres-EUR-Swap + 1.72%, Coupon wird jährlich bezahlt und der Emittent kann die Anleihe jährlich callen

**Emittent kann Anleihe frühzeitig zurückkaufen (callen)**

*Die Gruppe Deutsche Börse ist ein weltweit führender Marktinfrastrukturanbieter mit Hauptsitz in Deutschland und weiteren bedeutenden Standorten in Luxemburg, der Tschechischen Republik, den USA, Singapur und London. Das Unternehmen erzielte im Geschäftsjahr 2024 Nettoerlöse von rund 5,8 Milliarden Euro und beschäftigt über 14.000 Mitarbeiter. Die Deutsche Börse AG ist im DAX notiert und aktuell etwa 38 Milliarden Euro wert.*

Abbildung 6: Deutsche Börse-Anleihe



26.09.2025: Emissionsdatum

10 Jahre

**Fester Zinssatz: 1.9%**

Coupon wird jährlich bezahlt

26.06.2035: Erstes Call-Datum

Ewige Laufzeit

**Variabler Zinssatz**

5-Jahres-CHF-Swap + 2.5%, Coupon wird jährlich bezahlt und der Emittent kann die Anleihe jährlich callen

**Emittent kann Anleihe frühzeitig zurückkaufen (callen)**

*Die Swiss Life-Gruppe ist ein führender europäischer Anbieter von umfassenden Vorsorge- und Finanzlösungen mit Hauptsitz in der Schweiz und weiteren Kernmärkten in Deutschland, Frankreich und Luxemburg. Das Unternehmen erzielte im Geschäftsjahr 2024 Prämieinnahmen von rund 20,3 Milliarden CHF und beschäftigt rund 10.000 Mitarbeiter. Die Swiss Life Holding ist börsenkotiert (SLHN) und aktuell etwa 22 Milliarden CHF wert.*

Abbildung 7: Swiss Life-Anleihe