

PAPIERE MIT ZINSZUSCHLAG

Einige Unternehmen begeben hybride Anleihen. Die sind riskanter als herkömmliche Bonds, bieten dafür aber auch mehr Ertrag. Was Investoren wissen müssen.

Andrea Cünnen Frankfurt

Der spanische Ölkonzern Repsol kam als Erster, die Deutsche Börse und der Autokonzern Volkswagen folgten. Alle drei Unternehmen haben im Juni neue Anleihen mit vergleichsweise hohen Zinsen aufgelegt. Es handelt sich um spezielle Papiere. Sie bilden eine eigene Marktnische, in der es für Anleger noch etwas zu holen gibt.

VW begab zwei Anleihen, die in fünf und neun Jahren zurückgezahlt werden sollen, mit Renditen von 3,5 und 3,875 Prozent. Repsol lockte mit Renditen von 3,375 und 4,247 Prozent für Bonds, bei denen Investoren in sechs und acht Jahren damit rechnen können, ihr investiertes Geld wiederzubekommen. Die Deutsche Börse bot zwar nur 1,25 Prozent für eine Anleihe, die in sieben Jahren getilgt werden soll, hat aber auch eine sehr gute Bonität, besser als VW und Repsol.

Das Erstaunliche an den neuen Anleihen ist: Ihre Renditen sind zwischen vier- und fünfmal so hoch wie die für Anleihen mit ähnlichen Laufzeiten, die VW, Deutsche Börse und Repsol schon länger ausstehen haben. Der Grund für die höheren Zinsen: Die neuen Bonds sind keine herkömmlichen, sondern sogenannte hybride Anleihen. „Hybrid“ heißen sie, weil sie ein Zwischending zwischen Anleihen und Aktien sind. Von herkömmlichen Anleihen unterscheiden sie sich in drei Punkten: Zinszahlungen, Laufzeit und Stellung der Gläubiger.

Unternehmen sind bereit, die höheren Zinsen zu zahlen, weil die großen Ratingagenturen hybride Anleihen zu 50 Prozent als Eigenkapital werten. Mit diesen Papieren können die Unternehmen also ihre Bonität stärken. Zugleich dürfen sie die Zinszahlungen dafür in Europa, Kanada und Australien zum großen Teil von der Steuer absetzen.

Ein mögliches Problem aus Anlegersicht: Die versprochenen Zinsen können die Unternehmen streichen – ohne dass dies als Zahlungsausfall gilt. Das erinnert an Dividenden, die Unternehmen jedes Jahr abhängig von der Geschäftsentwicklung neu festlegen – und im Zuge der Coronakrise gerade reihenweise senken oder ganz ausfallen lassen. Aber die Zinszahlungen der hybriden Anleihen sind sicherer als die Dividenden.

„In der Vergangenheit gab es keine Unternehmen mit Investmentgrade-Rating, die ihre Zinszahlungen aufgeschoben haben“, sagt jedenfalls Julian Marks, Fondsmanager für hybride Unternehmensanleihen beim US-Vermögensverwalter Neuberger Berman. Investmentgrade ist das Gütesiegel, das die großen Ratingagenturen S&P, Moody's und Fitch Schuldnern mit sehr guter bis ordentlicher Bonität geben. Dazu kommt ein weiterer Vorteil. „In den Anleihebedingungen legen die Unternehmen fest, dass sie die ausgefallenen Zinsen nachzahlen müssen – in mehr als der Hälfte aller Fälle sogar mit einem Aufschlag, also einer Art Verzugszins“, erläutert Marks.

Der zweite Punkt: Die formelle Laufzeit der hybriden Anleihen beträgt oft 60 Jahre, bei einigen ist sie auch unendlich. Die Anleihen werden also erst nach langer Zeit oder gar nicht getilgt. Auch das erinnert an Aktien, wo Anleger ihr angelegtes

Geld nur wiederbekommen, wenn sie die Aktien verkaufen. In der Praxis überwiegt aber die Ähnlichkeit mit Anleihen. Denn nach fünf bis zehn Jahren können die Unternehmen die Anleihen erstmals vorzeitig zurückzahlen – und machen dies in der Regel auch. Wenn der erste Tilgungstermin verstreicht, gibt es weitere vorzeitige Rückzahlungstermine. Außerdem steigen die Zinsen nach dem Tilgungszeitpunkt. Sie werden dann nicht mehr als fixer Betrag, sondern als Aufschlag auf den Geldmarktzins gezahlt.



Beim dritten Punkt, der Stellung der Gläubiger, geht es um die Rechte, wenn ein Unternehmen pleitegeht. Dann werden die Besitzer der hybriden Anleihen erst nach allen anderen Gläubigern, aber noch vor den Aktionären bedient. Vor allem dieses höhere Risiko ist der Preis für die höheren Renditen. Die hybriden Anleihen werden von Ratingagenturen wegen der höheren Risiken meist ein bis zwei Stufen schlechter als die Unternehmen selbst eingestuft und liegen deshalb zum Teil im Bereich Non-Investmentgrade für ausfallgefährdere Anleihen. Aber: Solange die Unternehmen selbst zahlungsfähig bleiben, droht auch ihren hybriden Anleihen keine Gefahr. Der mit 120 Milliarden Euro relativ kleine Markt für hybride Firmenbonds aus Europa wird von Unternehmen mit Investmentgrade-Ratings dominiert, also von relativ soliden Schuldnern.

Zu beachten ist aber: Die Kurse der speziellen Anleihen schwanken stärker als die von herkömmlichen Bonds. Auch ihre Kurse fielen im Zuge der Coronakrise deutlich. Das führt dazu, dass Fonds für die speziellen Anleihen seit über drei Jahren im Minus liegen. Die Papiere haben sich meist weniger erholt als die Aktien der entsprechenden Firmen. Als Beispiele dafür nennt Marks den dänischen Versorger Orsted und den belgischen Versorger Elia. Die in gut sieben Jahren zur Rückzahlung anstehende Anleihe von Orsted rentiert derzeit mit rund 1,7 Prozent. Die hybride Anleihe von Elia, die in gut zwei Jahren getilgt werden soll, bietet Investoren, die sie jetzt kaufen, eine jährliche Rendite von 1,8 Prozent.

Martin Wilhelm, Geschäftsführer des Vermögensverwaltungsinstituts für Kapitalmarkt (IfK), findet trotzdem gerade im Vergleich zur Aktie die

hybride Anleihe des französischen Diagnostikonzerns und Laborbetreibers Eurofins Scientific interessant. Der Höhenflug der Eurofins-Aktie kann nach seiner Einschätzung anhalten, und die mit einem Zinskupon von 3,25 Prozent ausgestattete hybride Anleihe notiert recht deutlich unter ihrem Rückzahlungswert von 100 Prozent. Entsprechend ergibt sich bis zum voraussichtlichen Tilgungstermin der Anleihe in fünfeinhalb Jahren für Investoren, die den Bond jetzt kaufen, eine jährliche Rendite von knapp vier Prozent. Eurofins Scientific ist allerdings relativ hoch verschuldet und hat kein Kreditrating von einer Agentur.

Dass sich die Kurse der hybriden Anleihen weniger stark erholt haben als die der Aktien, liegt laut Fondsmanager Marks unter anderem daran, dass diese Papiere sehr komplex sind. „Bei einigen Investoren gibt es Missverständnisse, deshalb halten sie sich noch mit Käufen zurück“, sagt er. Investoren fürchten zum Beispiel, dass die Anleiher Unternehmen dazu zwingen, die Zinszahlungen auszusetzen, oder dass die Anleihen in Aktien umgewandelt werden, wenn die Emittenten in ihren Bilanzen bestimmte Kennziffern unterschreiten. Beides gilt indes regulatorisch nur für nachrangige Anleihen von Banken, nicht für die von anderen Unternehmen.

Hohe Mindestsummen

Ausnahme könnten Unternehmen sein, die im Zuge der Corona-Pandemie staatliche Unterstützung bekommen, wie zum Beispiel die Lufthansa. Diese Unternehmen dürfen laut EU-Kommission möglicherweise keine Dividenden und auch keine Zinsen auf hybride Anleihen zahlen, solange sie Hilfgelder beziehen. Die Anleihen solcher Unternehmen haben aber Investoren wie Marks nicht in ihren Portfolios. Auch Vermögensverwalter Wilhelm ist es bei hybriden Anleihen besonders wichtig, auf „solide Unternehmen mit funktionierenden Geschäftsmodellen zu setzen“. Dann seien die Risiken überschaubar und auf längere Sicht Renditen von um die drei Prozent pro Jahr machbar.

Die Strategen der US-Bank JP Morgan gehen ebenfalls davon aus, dass sich hybride Anleihen gut entwickeln werden. Sie erwarten, dass einige Investoren auf der Suche nach Rendite ihre Portfolios von herkömmlichen Firmenbonds in hybride Unternehmensanleihen umschichten werden. Privatanleger haben diese Möglichkeit indes nur sehr eingeschränkt und müssen auf Fonds ausweichen, wenn sie hybride Anleihen kaufen wollen. Zum einen haben neue hybride Anleihen meist einen Nennwert von 100.000 Euro. Außerdem haben die seit zweieinhalb Jahren geltenden „Mifid II“ genannten Finanzmarktregeln den Verkauf von allen Unternehmensanleihen an Privatanleger deutlich erschwert. Fonds für hybride Firmenbonds sind indes einen Blick wert.