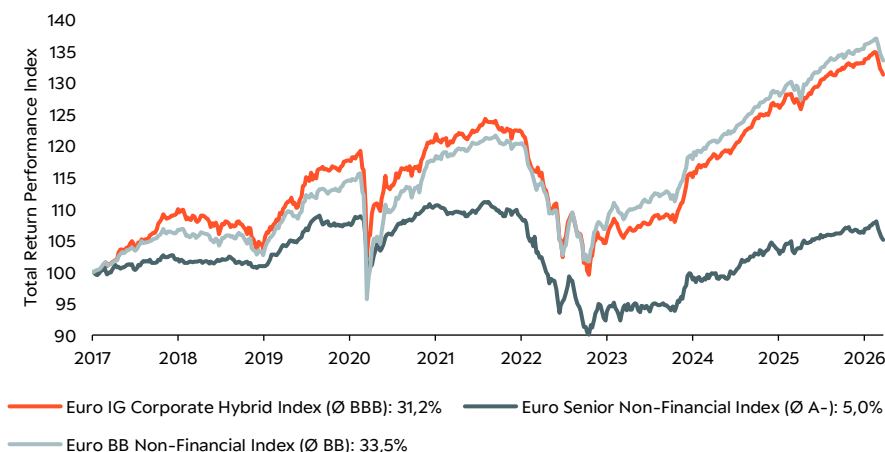


Hybridanleihen – Rendite aus der zweiten Reihe

Als aktive Investoren sind wir stets auf der Suche nach Opportunitäten mit attraktivem Rendite-Risiko-Profil. Diese Chancen finden sich oftmals abseits der bekannten Pfade, bei weniger bekannten Emittenten oder in komplexeren Strukturen. Deshalb umfasst unser Repertoire unter anderem auch die Unternehmensnachträge. Durch gezielte Selektion bieten die sogenannten Hybridanleihen („Corporate Hybrids“) Renditen auf High Yield Niveau mit dem Kreditrisiko von Investment Grade Emittenten (siehe Abb. 1). Wir diskutieren in dieser Publikation die Vorteile von Hybridanleihen in der Unternehmensfinanzierung, die besondere Behandlung durch die Ratingagenturen, die Struktur dieses Anleihe-segments und die Risikofaktoren, die für eine höhere Rendite dieser Wertpapiere sorgen.

Abb. 1: Euro IG Corporate Hybrids halten Schritt mit Euro BB Corporates



Zeitraum: 01.01.2017 – 31.03.2026

Quelle: ICE BofA Euro Non-Financial Subordinated Index, ICE BofA Euro Senior Non-Financial Index, ICE BofA BB Euro High Yield Non-Financial Constrained Index

Neue Möglichkeiten der Unternehmensfinanzierung

Die ersten Corporate Hybrids wurden im Euroraum bereits Anfang der 2000er Jahre emittiert. Im Gegensatz zu Nachranganleihen von Banken und Versicherungen gelten diese Instrumente nicht als regulatorisches Kapital, sondern dienen lediglich der Optimierung der Kapitalstruktur von Industrieunternehmen. Die neue Finanzierungsform entstand aus dem Zielkonflikt in der Unternehmensfinanzierung zwischen kostengünstigem Fremd- und vergleichsweise teurem Eigenkapital. Während ein hoher Fremdkapitalanteil die Verschuldungskennzahlen belastet und Eigenkapitalmaßnahmen zur Verwässerung bestehender Anteile führen, ermöglichen Hybridanleihen eine bilanzielle Anrechnung als Eigenkapital ohne eine Stimmrechtsverwässerung. Zwar sind die Finanzierungskosten von Hybridanleihen für die Unternehmen höher als für Senior-Anleihen, dennoch besteht ein Kostenvorteil gegenüber den Renditeansprüchen von Eigenkapitalinvestoren.

Spotlight bietet Einblicke in das Berenberg Produktuniversum und beleuchtet Schlüsselthemen im Zusammenhang mit aktuellen Marktentwicklungen.

Insights

► **Spotlight**

Aktien

Anleihen

Multi Asset

Risikofokussierte Lösungen

Nachhaltigkeit

Consulting

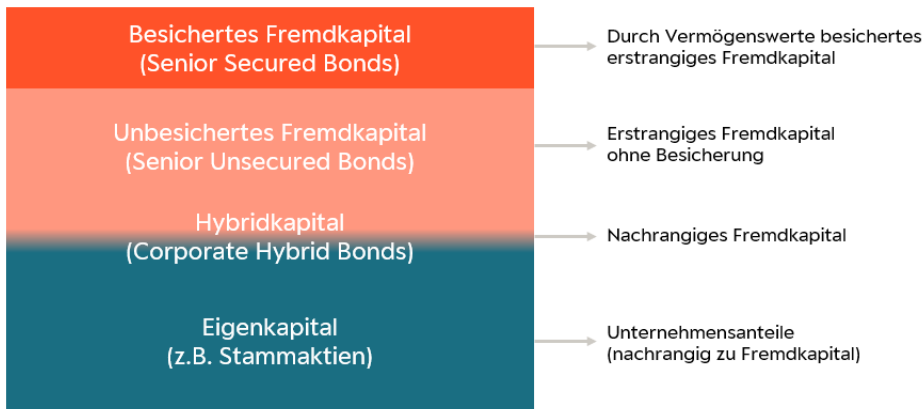
Hybridanleihen eröffnen eine neue Form der Unternehmensfinanzierung.



Charakteristisch für diese Papiere sind Merkmale wie eine unbegrenzte Laufzeit, Flexibilität bei den Kuponzahlungen und Nachrangigkeit gegenüber Senior-Fremdkapital im Insolvenzfall. Mit diesen Ausgestaltungsmerkmalen werden Hybridanleihen nach internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) als Teil des Eigenkapitals bilanziert. In der Verwertungsstruktur stehen Hybridanleihen damit zwischen dem Eigenkapital und klassischem Fremdkapital (siehe Abb. 2).

Abb. 2: Corporate Hybrids: Zwischen Fremd- und Eigenkapital

Kapitalstruktur eines Industrieunternehmens



Quelle: eigene Darstellung

Die Ratingagenturen schaffen zusätzliche Anreize

Die durch Hybridanleihen gestärkte Eigenkapitalquote entfaltet ihren praktischen Nutzen für kapitalmarktorientierte Unternehmen insbesondere im Kontext der Kreditratings. Für die Emittenten von Anleihen sind die Kreditratings der drei global führenden Ratingagenturen Moody's, S&P und Fitch zentral, da sie das bepreiste Kreditrisiko und damit die Fremdkapitalkosten wesentlich beeinflussen. Der Finanzmarkt orientiert sich an den Einschätzungen der Agenturen bei der Risikobewertung für die Anleihen, sodass Anpassungen der Kreditratings zu einer Neubewertung der Risikoprämien führen.

Positive Ratingeffekte bieten Vorteile für kapitalmarktorientierte Unternehmen.

Mit dem Aufkommen dieser neuen Anlageklasse Anfang der 2000er Jahre begannen sich insbesondere die Ratingagenturen Moody's und S&P mit der Ratingperspektive von Hybridanleihen im Kontext der Eigenkapitalbewertung von Industrieunternehmen auseinanderzusetzen. Im Laufe der Zeit wurden Regelwerke entwickelt, die es den Unternehmen ermöglichen 50 % des Volumens einer Hybridanleihe bei den Ratingagenturen als Eigenkapital anrechnen zu lassen, sofern diese Papiere bestimmte strukturelle Kriterien erfüllen. Dazu zählen:

- eine sehr lange oder unendliche Laufzeit
- die Möglichkeit Kupons aufzuschieben
- die Nachrangigkeit gegenüber sonstigem Fremdkapital im Verwertungsfall

Im Kern soll sich die Hybridanleihe von klassischem Fremdkapital differenzieren und eine Ähnlichkeit zu Eigenkapital aufweisen. Da Eigenkapital kein Fälligkeitsdatum besitzt, erwarten Ratingagenturen bei Hybridanleihen entweder eine unbegrenzte Laufzeit oder ein sehr weit in der Zukunft liegendes Fälligkeitsdatum. Als Anleihen Investor ist ein unendlich laufendes Schuldpapier eines Unternehmens in der Regel unattraktiv. Um diesen Malus zu umgehen, werden die Nachranganleihen mit Rückkaufoptionen für den Emittenten (Call-Optionen) zum Nennwert an vorher definierten Terminen (Reset-Termine) ausgestattet. Um den Anreiz zur Rückzahlung für den Emittenten zu erhöhen,

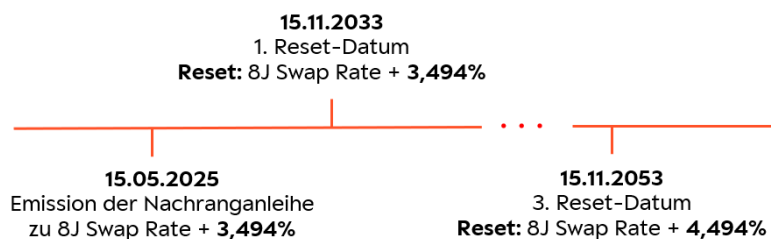
Call-Optionen für den Emittenten sorgen für ein planbares Rückkaufprofil.



wird der Kupon der Anleihe zu jedem Reset-Termin neu berechnet und der Risikoaufschlag sukzessive erhöht. Für den Emittenten ist das nachteilig, da sich damit die Risikoprämie für die Hybridanleihe erhöht ohne eine Verschlechterung der eigenen Kreditqualität. Durch diesen „Bestrafungsmechanismus“ entstehen kalkulierbare Rückkaufszszenarien für die Ratingagenturen und Investoren. In der Standardausgestaltung der Agentur S&P wird eine kumulierte Erhöhung des Risikoaufschlags um mehr als 25 Basispunkte als ausreichend hoher Anreiz für den Emittenten zum Rückkauf der Hybridanleihe bewertet. Zu diesem Zeitpunkt muss ein Abstand von 20 Jahren bestehen, damit die Hybridanleihe die Eigenkapitalanrechnung von S&P erhält.

Das Beispiel der Volkswagen Hybridanleihe (siehe Abb. 3) verdeutlicht die Struktur: Die Ausgestaltung der Risikoaufschläge führt zu einem Verlust der Eigenkapitalanrechnung im Jahr 2033 (20 Jahre bevor sich der Risikoaufschlag um 100 Basispunkte gegenüber der Anleiheemission erhöht). Der Markt sieht dieses Datum daher als Rückkaufstermin des Papiers an. Denn durch die Aberkennung der Eigenkapitalfähigkeit wird die Hybridanleihe vollständig als Fremdkapital bewertet, allerdings zu den erhöhten Kosten einer Nachranganleihe.

Abb. 3: Call-Struktur einer Volkswagen-Nachranganleihe ohne Endfälligkeit



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Eine weitere Voraussetzung der Ratingagenturen ist die Möglichkeit des Kuponaufschubs. Das erhöht die finanzielle Flexibilität in Stressphasen, ähnlich wie bei Dividendenzahlungen. Das Aussetzen der Kuponzahlung stellte dementsprechend kein Ausfallereignis dar. Im Euro Corporate Hybrid Investment Grade Segment, sind Kuponaufschübe allerdings äußerst selten. Ein prominentes Beispiel für einen Kuponaufschub ist die Hybridanleihe der Deutschen Lufthansa AG, die im Jahr 2021 – zu dieser Zeit bereits ein High Yield Titel – aufgrund von pandemiebedingten Staatshilfen keine Kuponzahlung auf ihre Hybridanleihe leisten durfte, diese allerdings zum nächsten Zinstermin nachholte.

Kuponaufschübe für Flexibilität in Stressphasen.

Aufgrund der Nachrangigkeit setzen die Ratingagenturen das Rating der Hybridanleihen in der Regel zwei Ratingstufen unterhalb des Emittenten-Ratings an. Damit spiegeln die Agenturen die geringere Rückführungsquote im Verwertungsfall bei Nachranganleihen wider.

Trotz der komplexen Struktur bieten Hybridanleihen für die Emittenten wesentliche Vorteile: Sie stärken die Eigenkapitalquote, wirken sich positiv auf die Finanzierungskosten aus und ermöglichen im Gegensatz zu Dividenden die steuerliche Abzugsfähigkeit der Zinszahlungen. Für Investoren wiederum bieten Hybridanleihen attraktive Renditen bei gleichzeitig hoher Rückkaufdisziplin der Emittenten im Investment-Grade-Bereich.



Konzentration in der Nische

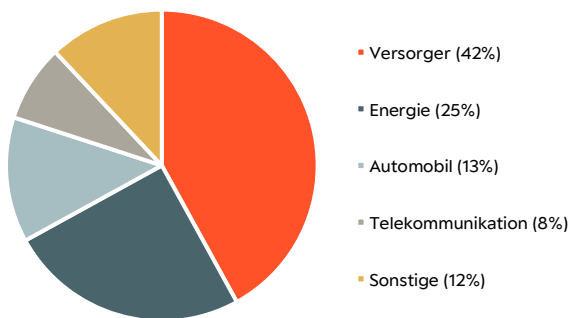
Seit seinen Anfängen wird der Euro Corporate Hybrid Markt von Versorgern, Energiekonzernen und kapitalintensiven Industrieunternehmen dominiert. Dieser Trend besteht weiterhin und lässt sich durch die großen Kapitalstrukturen, hohe Investitionsvolumina sowie eine ratingorientierte Finanzplanung erklären. Über 40 % der Nachrang-Emittenten entfallen auf Versorger wie EnBW oder Iberdrola, die hohe Investitionen in den Netzausbau und die Instandhaltung tätigen. Darauf folgt der Energiesektor mit Emittenten wie TotalEnergies und British Petroleum (BP). Der deutsche Volkswagen-Konzern ist mit 12,3 Mrd. EUR ausstehendem Volumen der größte Emittent am Euro IG Corporate Hybridmarkt (siehe Abb. 4).

Kapitalintensive Industrien dominieren den Hybridanleihemarkt.

Im Vergleich zum Euro IG Corporate Hybrid Markt repräsentieren die Versorger im Euro IG Corporate Senior Universum (ex. Finanztitel) ebenfalls den größten Sektor, allerdings lediglich mit einem Anteil von rund einem Sechstel. Die Konzentration auf wenige Branchen erschwert die Diversifikation innerhalb des Nachrangsegments. Im März 2026 umfasste der Euro IG Corporate Hybrid Index 109 Titel mit einem Gesamtvolumen von etwa 94 Mrd. EUR. Trotz des starken Wachstums bleibt die Anleihekategorie eine Nische am Euro Investment Grade Markt (siehe Abb. 5). Aufgrund einer Veränderung im Regelwerk der Ratingagentur Moody's aus dem Jahr 2024 sind nun auch zunehmend US-Emittenten am Euro Corporate Hybrid Markt aktiv. In den vergangenen fünf Jahren stieg deren Anteil von 1 % auf rund 9 %. Aufgrund der Emissionen von US-Emittenten und dem hohen Investitionsbedarf für die Energiewende erwarten wir einen deutlichen Anstieg der Emissionsvolumina bei Hybridanleihen für das Jahr 2026.

Abb. 4: Kapitalintensive Branchen dominieren den Markt

Branchenverteilung im Euro IG Corporate Hybrids Index

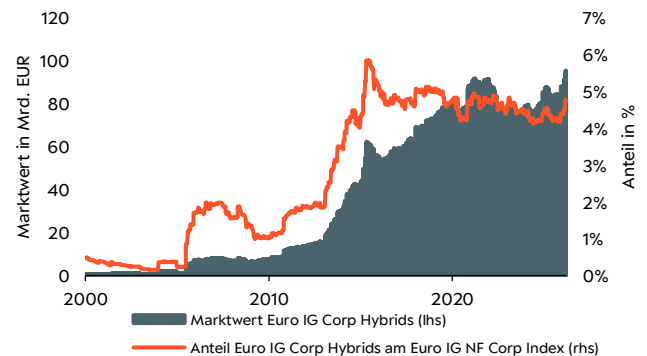


Stand: März 2026

Quelle: ICE BofA Euro Non-Financial Subordinated Index

Abb. 5: Anteil von Hybridanleihen nimmt wieder zu

Anteil von Corporate Hybrids am breiten Euro IG Non-Financial Corporate Index



Zeitraum: 01.01.2000 – 31.03.2026

Quelle: ICE BofA Euro Non-Financial Subordinated Index, ICE BofA Euro Non-Financial Corporate Index

Attraktive Risikoprämien durch Nachrang- und Non-Call Risiko

Trotz der Konzentration im Hybrid-Segment, bietet die selektive Beimischung von Einzeltiteln in einem diversifizierten Rentenportfolio ein attraktives Risiko-Rendite-Profil. Während das Kreditrisiko von Senior-Anleihen und Hybridanleihen auf der Qualität desselben Emittenten basiert, wird bei Hybridanleihen eine zusätzliche Prämie für das Nachrang- und Non-Call-Risiko (das Auslassen der ersten Call-Option) bezahlt.

Höhere Kompensation durch Nachrang- und Non-Call-Risiko.

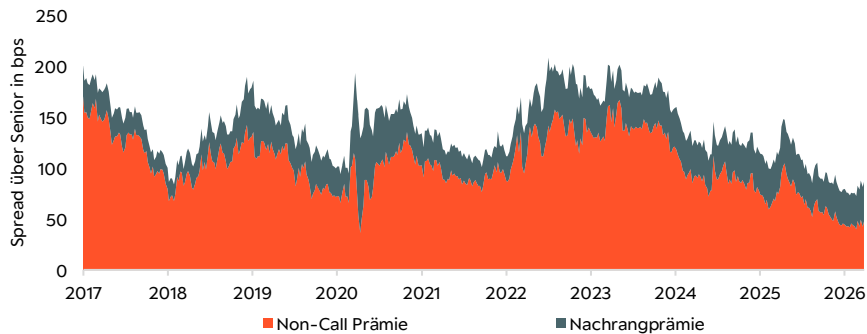
Die Nachrangigkeit wird in der Risikoprämie aufgrund einer geringer erwarteten Rückführungsquote im Verwertungsfall reflektiert. Während bei Senior-Anleihen die erwartete Rückführung bei circa 40 % liegt, kann für Nachranganleihen ein Totalverlust erwartet werden. Die höhere Verlusterwartung wird am Markt durch höhere Renditen entsprechend vergütet. Der zweite Teil der zusätzlichen Risikoprämie stammt aus der Unsicherheit, ob die Anleihe zum ersten Call-Termin zurückgeführt wird (Non-Call Risiko). Wie in Abbildung 6 dargestellt, wird die zusätzliche Risikoprämie im Investment



Grade insbesondere für das Non-Call Risiko bezahlt, während das Nachrangrisiko nicht im Fokus steht. Im 10-Jahresdurchschnitt wurde für Corporate Hybrids im Investment Grade ein Renditeaufschlag von 135 Basispunkten gegenüber Senior-Anleihen am Markt bezahlt.

Abb. 6: Nachrang- und Non-Call Risiko führen zu höheren Renditen

Approximation von Non-Call- und Nachrangprämie für Euro IG Corporate Hybrids



Zeitraum: 01.01.2017 – 31.03.2026

Quelle: ICE BofA Euro Non-Financial Subordinated Index, ICE BofA Euro Senior Non-Financial Index

Während das Nachrangrisiko strukturell bedingt ist, wird die Non-Call Entscheidung bei Corporate Hybrids in der Regel aus ökonomischer Sicht getroffen. Der Emittent vergleicht zum ersten Reset-Termin die Kosten der Kuponanpassung mit den Konditionen einer Refinanzierung und trifft auf dieser Basis eine kostenoptimierte Entscheidung. In der Praxis wird die Call-Entscheidung allerdings in erster Linie aus strategischer Sicht gefällt. Der Verlust der Eigenkapitalanerkennung nach dem ersten Call-Termin und das Vertrauen der Investoren sind die wichtigsten Treiber dafür, dass bei Corporate Hybrids im Investment Grade eine sehr hohe Call-Disziplin herrscht. So refinanzierte der französische Chemiekonzern Arkema im Mai 2025 eine Hybridanleihe, obwohl für das neue Papier ein höherer Risikoaufschlag als mit der Kuponanpassung der bestehenden Hybridanleihe verbunden war. Diese Entscheidung sicherte die Eigenkapitalanerkennung bei der Ratingagentur S&P, da die bestehende Hybridanleihe ihre Anrechnung im Januar 2026 verloren hätte. Zugleich wurde den Investoren damit die Call-Disziplin des Unternehmens bewiesen.

Die Gunst der Ratingagenturen und der Investoren sorgt für eine hohe Call-Disziplin.

Fazit: Etablierte Nische mit attraktivem Renditepotential

Das Corporate Hybrid Segment hat sich über die vergangenen 20 Jahre bei institutionellen Investoren etabliert. Die Ratingagenturen sorgten durch die Anpassung der Regelwerke und entsprechender Anreize für eine Standardisierung in der Ausgestaltung auf Seite der Emittenten. Dadurch haben sich Hybridanleihen zu einem festen Bestandteil vieler großer Kapitalstrukturen entwickelt und bieten heute für Investoren attraktive Renditen wie auch ein alternatives Finanzierungsvehikel für Unternehmen. Der Hybridanleihemarkt ist allerdings sektoral konzentriert und bietet wenig Diversifikationsmöglichkeiten. Die komplexen Ausgestaltungskriterien erschweren die Selektion dieser Titel für unerfahrene Anleger zusätzlich. Das macht Corporate Hybrids für Privatanleger als Direktinvestment ungeeignet. In einer aktiv gemanagten Fondsstruktur können Hybridanleihen selektiv beigemischt werden, um von den attraktiven Renditechancen zu profitieren. Allerdings können diese in Schwächephase auch erhöhten Schwankungen unterliegen.

Corporate Hybrids als attraktive Beimischung in aktiven Fixed Income Portfolios.

In einigen unserer Mandate setzen wir gezielt auf Corporate Hybrids. So etwa im Berenberg Euro Bonds, einem flexiblen Rentenfonds, der neben Staatsanleihen und Covered Bonds auch einen Schwerpunkt bei Kreditrisiken setzt. Im Kurzläuferfonds Berenberg Euro Enhanced Liquidity werden Corporate Hybrids mit geringem Abstand zum nächsten Reset-Termin und geringem Non-Call Risiko zur Renditeoptimierung ebenfalls beigemischt.



Informationen zur Veröffentlichung

Herausgeber

Ulrich Urbahn, CFA

Leiter Portfolio Management Alternatives & Leiter Multi Asset Strategy & Research

Autor



Lukas Schmid, CFA
Portfolio Manager Fixed Income

T.: +49 69 913090 2722
E.: lukas.schmid@berenberg.com

Co-Autor



Christian Bettinger, CFA, CFE
Leiter Portfoliomanagement
Fixed Income

T.: +49 40 35060 2236
E.: christian.bettinger@berenberg.de

Wichtige Hinweise

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Mit dem Kauf, dem Halten, dem Umtausch oder dem Verkauf eines Finanzinstruments sowie der Inanspruchnahme oder Kündigung einer Wertpapierdienstleistung können Kosten entstehen, welche sich auf die erwarteten Erträge auswirken. Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (Basisinformationsblatt, Darstellung der früheren Wertentwicklung, Verkaufsprospekt, aktueller Jahresbericht und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des jeweiligen Fonds zu entnehmen sind. Eine Anlageentscheidung sollte auf Basis aller Eigenschaften des Fonds getroffen werden und sich nicht nur auf nachhaltigkeitsrelevante Aspekte beziehen. Nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungen finden Sie unter www.berenberg.de/esg-investments. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten Sie Anlageentscheidungen in jedem Fall auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken dieses Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Der Investmentfonds weist aufgrund seiner Zusammensetzung / der von dem Fondsmanagement

verwendeten Techniken eine erhöhte Volatilität auf, d.h. die Anteilspreise können auch innerhalb kurzer Zeiträume stärkeren Schwankungen nach unten oder nach oben unterworfen sein. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Überseering 28, 22297 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter der Internetadresse <https://productdocumentsuite.berenberg.de> zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung. Eine Zusammenfassung Ihrer Anlegerrechte in deutscher Sprache finden Sie auf der Homepage der Kapitalverwaltungsgesellschaft www.universal-investment.com/media/document/Anlegerrechte. Zudem weisen wir darauf hin, dass Universal-Investment bei Fonds für die sie als Kapitalverwaltungsgesellschaft Vorkehrungen für den Vertrieb der Fondsanteile in EU-Mitgliedstaaten getroffen hat, beschließen kann, diese gemäß Artikel 93a der Richtlinie 2009/65/EG und Artikel 32a der Richtlinie 2011/61/EU, insbesondere also mit Abgabe eines Pauschalangebots zum Rückkauf oder zur Rücknahme sämtlicher entsprechender Anteile, die von Anlegern in dem entsprechenden Mitgliedstaat gehalten werden, aufzuheben. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wichtige Hinweise und Informationen zu Index- und Marktdaten finden Sie unter <https://www.berenberg.de/rechtliche-hinweise/lizenzhinweise/>. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Das in dieser Unterlage verwendete Bildmaterial dient ausschließlich zu illustrativen Zwecken. Es stellt keinen Bezug zu spezifischen Produkten, Dienstleistungen, Personen oder tatsächlichen Situationen her und ist nicht als Grundlage für Entscheidungen oder Handlungen zu verstehen. Datum 27.04.2026