



AXER PARTNERSCHAFT

Rechtsanwälte Wirtschaftsprüfer Steuerberater

Köln • Düsseldorf

Dürener Straße 295
50935 Köln

Fon 0221/47 43 440
Fax 0221/47 43 499
info@axis.de

Uerdinger Str. 12
40474 Düsseldorf

Fon 0211 / 43 83 56 0
Fax 0211 / 43 83 56 11
info@axis.de

Eine Einheit der axis-Beratungsgruppe

Hybridanleihen: Mehr Rendite und Risiken für Anleger

Stand: 27.03.2006

Inhaltsverzeichnis

1. Einführung.....	2
2. Die aktuelle Lage aus Anlagesicht.....	3
3. Die Funktion von Hybridanleihen.....	3
Die Ausgestaltung der Hybridanleihen.....	4
Der Anlageaspekt.....	4
4. Die steuerliche Behandlung.....	5
Beispiel: Verluste beim Zinsabschlag.....	6
5. Fazit.....	7



Hybridanleihen: Mehr Rendite und Risiken für Anleger

1. Einführung

Eine in Frankreich bereits seit längerem verbreitete Art variabel verzinslicher Anleihen wird zunehmend auch in Deutschland populär und seit 2005 auch verstärkt privaten Zinsjägern angeboten. Diese populären Hybridanleihen gelten für den Schuldner als Eigenkapitalersatz. Dies hat für Firmen den Vorteil, dass sie zu gewissen Teilen zum Eigenkapital zählen, im Gegensatz zur Aktienemission kein Verwässerungseffekt beim Unternehmensgewinn auftaucht und die Zinszahlungen anders als Dividenden als Betriebsausgaben gelten. Damit wirken sich die Vergütungen an die Anleihegläubiger bei der Einkommen- oder Körperschaftsteuer voll und bei der Gewerbesteuer zur Hälfte mindernd aus.

Damit diese Vorteile aus Unternehmenssicht auch erreicht werden können, müssen Anleger einige Einschränkungen akzeptieren.

Checkliste der Nachteile im Vergleich zu herkömmlichen Anleihen

- ✓ Die Laufzeit von Hybridanleihen ist unbegrenzt, sie haben also keine Fälligkeit.
- ✓ Alternativ verfügen sie über ein Laufzeitende in 100 Jahren.
- ✓ Meist sind diese endlos laufenden Bonds mit einem Termin ausgestattet, zu dem sie der Emittent frühestens kündigen kann. Der liegt in der Regel bei 10 Jahren nach der Ausgabe.
- ✓ Nimmt der Schuldner diese Option der vorzeitigen Kündigung nicht wahr, wandeln sich die Anleihen in ganz normale Floater mit einem attraktiven Aufschlag auf den Referenzzinssatz, meist den Dreimonats-EURIBOR.
- ✓ Die Zinszahlungen können ausgesetzt werden, wenn der Schuldner im Vorjahr einen Bilanzverlust erlitten hat. Daher ähneln diese Anleihen Genuss-Scheinen. Anders als diese werden die Kuponzahlungen für entfallene Zinsen nicht im nächsten Jahr nachgezahlt. Da verhält es sich mit dem Papier wie mit Aktien.
- ✓ Hybridanleihen sind nachrangige Schuldtitel. Bei Insolvenz muss sich der Besitzer eines Bonds weit hinten in der Gläubigerschlange anstellen. Bedient würden zunächst normale Anleihen, danach die Inhaber weniger nachrangiger Schuldtitel wie Genuss-Scheine.

Seitdem 2005 eine Reihe von deutschen Unternehmen wie Bayer, Südzucker, Henkel oder Allianz Hybridanleihen auf den Markt gebracht haben, locken sie auch Privatanleger an. Die Neuemissionen erfreuten sich sofort reger Nachfrage. Im Vordergrund steht hier eine höhere Verzinsung als bei herkömmlichen Anleihen, in Zeiten historisch niedriger Zinssätze ein gutes Argument für Hybridanleihen.

Macht der Emittent von seinem vorzeitigen Kündigungsrecht nach zehn Jahren keinen Gebrauch, wird der feste Kupon anschließend in eine variable Verzinsung gewandelt. Dann handelt sich um ganz normale Floater, die allerdings einen deutlichen Aufschlag auf den Referenzzins bieten. Im Regelfall tilgen die Schuldner alle Hybridanleihen zum frühesten Zeitpunkt,



denn anschließend werden die Papiere für Emittenten durch den erhöhten Renditeaufschlag teuer. Daher sind sie eher mit zehnjährigen Anleihen zu vergleichen.

Nachfolgend werden die Vorteile, aber auch Gefahren dieser Anleiheform sowie deren steuerliche Behandlung beschrieben.

2. Die aktuelle Lage aus Anlagesicht

Trotz leicht steigender Zinsen am Rentenmarkt müssen sich Anleger immer noch mit mageren Renditen zufrieden geben, wenn sie Anleihen erwerben möchten oder im Depot halten. Ein Segment, das Zusatzerträge verspricht, sind Anleihen von Unternehmen, die so zugeschnitten sind, dass sie eine Mischung zwischen Eigen- und Fremdkapital sind. In diesen Bereich fallen die so sogenannten Hybridanleihen, die bei guter Bonität Jahresrenditen von rund fünf Prozent und mehr abwerfen. Damit können sie deutliche Aufschläge gegenüber Bundesanleihen oder auch normalen Bonds von Unternehmen aufweisen. So wies eine herkömmliche Anleihe des Chemiekonzern Bayer gegenüber Bundesanleihen Ende Oktober 2005 einen Spread von nur 40 Basispunkten auf. Bei der Bayer-Hybridanleihe liegt der Renditevorsprung hingegen bei stattlichen 170 Basispunkten.

Allerdings müssen sich Anleger vor Augen führen, welche Rolle Hybridanleihen für die Emittenten spielen. Besonders bei Banken sind sie schon seit längerer Zeit beliebt, weil Hybridkapital von den Aufsichtsbehörden und Rating-Agenturen als Eigenkapital anerkannt wird. Diese Einstufung ist für die Konzerne ein Anreiz, sich über Hybridanleihen Geld zu besorgen. Unternehmen können somit das eigene Rating stärken, was auch für geringere Zinssätze bei der Kapitalaufnahme sorgt. Eine vergleichbar teure und ungleich aufwändigere Aktienemission kann dann entfallen, zumal hier die Ausschüttungen im Gegensatz zu den Zinsen bei Hybridanleihen nicht als Betriebsausgaben gelten.

In der Vergangenheit haben inländische Banken ihr Eigenkapital eher mit Genuss-Scheinen erhöht. Für internationale Investoren waren diese aber wenig praktikabel, weil die zeitanteiligen Stückzinsen nicht separat abgerechnet werden; sie sind bei Genuss-Scheinen immer im Kurs enthalten. Hybride Anleiheformen hingegen weisen die Stückzinsen taggenau aus. Darüber hinaus verspricht der Rentenmarkt hier mehr Liquidität, im kommenden Jahr werden auch noch separate iBoxx-Indizes für nachrangige Unternehmensanleihen eingeführt und spezielle neue Nachrangigkeitsfonds werden für zusätzliche Nachfrage sorgen. Daher erwarten Experten, dass es auch künftig noch eine Reihe von weiteren Emissionen geben wird.

3. Die Funktion von Hybridanleihen

Hybrid- oder Nachranganleihen sind Wertpapiere, die über aktien- und rentenähnliche Eigenschaften verfügen und daher eine hybride Kapitalform darstellen. Es wird zwar ein Kupon festgelegt, den das Unternehmen zahlen soll, doch diese Zahlungen können aufgeschoben oder ausgesetzt werden, wenn die Firma in finanzielle Schwierigkeiten kommt. Allerdings können Kuponzahlungen nur eingestellt werden, wenn im vergangenen Jahr weder eine Dividende gezahlt noch Aktien zurückgekauft wurden. Außerdem werden Besitzer im Insolvenzfall des Schuldners erst nach allen anderen Gläubigern bedient. Die Titel haben keine Laufzeitbegrenzung, können aber zu einem vom Emittenten vorher festgelegten Datum gekündigt werden.



Die Ausgestaltung der Hybridanleihen

Hier werden folgende Unterschiede deutlich:

- **Lower Tier 2:** Diese Titel sind herkömmlichen Anleihen am ähnlichsten. Anleger müssen sich im Insolvenzfall des Schuldners hinter den normalen Gläubiger anstellen, um noch Geld zu bekommen. Ansonsten hat der Emittent aber für Zins und Tilgung die gleichen Pflichten wie bei anderen Forderungen.
- **Upper Tier 2:** Sie sind riskanter als Lower Tier 2-Anleihen. Die Laufzeit ist unbegrenzt, der Emittent kann aber nach einer bestimmten und vorher festgelegten Zeit kündigen und das geliehene Geld zurückzahlen. Ansonsten wandeln sich die Papiere in Floater, die mit einem Zuschlag zum Referenzzins ohne Fälligkeits-, aber möglichem Kündigungstermin weiterlaufen. In wirtschaftlich schlechten Zeiten braucht der Schuldner keine Zinsen zu zahlen, muss die ausgefallenen Zinszahlungen in den folgenden Jahren aber wieder aufholen. Die Bedingungen für einen Ausfall sind bereits bei Emission festgelegt.
- **Tier 1:** Diese Hybridform stellt die riskanteste Anleihe dar und steht dem von Aktionären gestellten Eigenkapital am nächsten. Ausgefallene Zinszahlungen werden nicht aufgeholt, die Laufzeit ist potentiell unendlich. Allerdings kündigen gesunde Unternehmen immer zum frühestmöglichen Termin, da die Zinsen sonst zu deutlich ansteigen und die Anleihe keine kostengünstige Finanzierungsquelle mehr darstellt.

Der Anlageaspekt

Für Privatanleger steht nun ein mehr oder weniger überschaubares Risiko einem spürbar höheren Zinsertrag gegenüber. Ob ein Kauf lohnt, ist daher von der Höhe des Zusatzertrages abhängig. Ist das Spread zu Bundesanleihen oder normalen Unternehmensanleihen gering, sollte das Risiko eines Ausfalls nicht eingegangen werden. Daher sind vor dem Kauf die Emissionsbedingungen zu eruieren. Neben der Bonitätseinstufung des Schuldners ist besonders wichtig, unter welchen Bedingungen die Zinszahlungen eingestellt werden dürfen. In manchen Fällen ist für die Zinszahlung ein Bilanzgewinn Voraussetzung, in anderen Varianten reicht hierfür ein operativer Gewinn aus. Wird aber eine Dividende ausgeschüttet, werden in jedem Fall auch die Hybrid-Gläubiger bedient. Zwar sind die nachrangigen Anleihen riskanter als die klassischen Unternehmens-Bonds, dafür ist die Rendite um rund 200 Basispunkte attraktiver.

Einem Anleger muss beim Kauf immer bewusst sein, dass er auf Grund der Nachrangigkeit im Falle der Unternehmensinsolvenz wahrscheinlich ganz oder zumindest mit einem Großteil des Nennwertes leer ausgehen wird. Daher sollten Investoren immer darauf achten, dass das emittierende Unternehmen mit einer ordentlichen Bonität geratet ist, über ein stabiles Geschäftsprofil verfügt und nur gering verschuldet ist.

Anlage-Hinweis: Hybridanleihen sind wegen der Nachrangigkeit und der stärkeren Abhängigkeit von den Ertragskennzahlen der Emittenten schwankungsanfälliger als herkömmliche Festverzinsliche. Das Rating von Hybrid-Anleihen liegt auf Grund höherer Risiken generell unterhalb der jeweiligen generellen Einstufung für den Emittenten. Dies kann bis zu drei Ratingstufen ausmachen.



4. Die steuerliche Behandlung

Steuerlich gelten Hybridanleihen allgemein als Finanzinnovationen gemäß § 20 Abs. 2 Nr. 4 EStG. Dies wird auch in den Emissionsprospekten regelmäßig vertreten, denn die Rückzahlung ist garantiert, die Höhe der Erträge aber von einem ungewissen Ereignis abhängig.

Steuer-Hinweis: Hybride Anleihen weisen aber auch Grundzüge von Genuss-Scheinen auf. Vergleichbare Modalitäten in Bezug auf Nachrangigkeit und Bemessung der Zinsen lassen sich aus den einzelnen Prospekten herleiten. Ein wesentlicher Unterschied ist aber, dass Hybridanleihen im Gegensatz zu Genuss-Scheinen nicht flat gehandelt werden. Vielmehr werden Stückzinsen in Rechnung gestellt. Mangels Rechtsprechung oder Verwaltungserlassen im privaten Bereich kann durchaus je nach Ausgestaltung der nachrangigen Anleihen der Standpunkt vertreten werden, dass es sich wie bei Genüssen nicht um Finanzinnovationen handelt, Gewinne somit nach einem Jahr im Rahmen des § 23 EStG steuerfrei bleiben.

Unter der derzeit geltenden Auffassung, dass Hybridanleihen Finanzinnovationen darstellen, wird der Kursertrag für die Berechnung der Einnahmen der Besteuerung unterworfen, der durch die besondere Ausgestaltung der Papiere verlagert worden ist. Ein solcher besitzanteiliger Ertrag wird mittels einer Emissionsrendite berechnet. Hiernach soll nur der Kurszuwachs erfasst werden, der auf die Nutzungsüberlassung entfällt und nicht die Veränderung durch Markteinflüsse. Diese Emissionsrendite kann bei Hybridanleihen aber nicht ermittelt werden, da weder der Kündigungstermin noch der spätere variable Zinssatz bei Ausgabe der Papiere feststeht.

Folglich kommt die Besteuerung nach der Marktrendite zum Zuge. Hier wird als Kapitaleinnahme der Unterschied zwischen dem Kauf- und Verkaufspreis eines Wertpapiers angesetzt. Da die Marktrendite nach § 20 Abs. 2 Nr. 4 EStG der Unterschied zwischen Anschaffungskosten und Verkaufspreis ist, kann der Kapitalertrag positiv oder negativ sein. Das heißt, durch den Ansatz der Marktrendite werden unter Umständen realisierte marktbedingte Kursschwankungen der betreffenden Kapitalforderung und Wechselkursschwankungen in die Besteuerung nach § 20 EStG einbezogen. Die steuerpflichtige Marktrendite kann in der Regel an Hand der Abrechnungen der Kreditinstitute über den An- und Verkauf berechnet werden. Die Marktrendite wird in der Regel auch als Bemessungsgrundlage für den Zinsabschlag angesetzt.

Diese Methode hat Vor- und Nachteile: Bei Minusgeschäften kann der Verlust mit anderen Einnahmen verrechnet werden – unabhängig von Fristen. Gewinne hingegen sind auch außerhalb des Spekulationszeitraums Kapitaleinnahmen. Hierbei nimmt der Gesetzgeber in gewissem Umfang in Kauf, dass sich Wertveränderungen auf der Vermögensebene, verursacht durch den Kapitalmarkt (z.B. Zinsniveauänderungen), auch ertragsteuerlich niederschlagen.

Bei der Ermittlung der Marktrendite bleiben etwaige mit dem Erwerb oder der Veräußerung im Zusammenhang stehende Nebenkosten wie z.B. Bankprovisionen und Spesen außer Betracht.



Veräußerungs-Bruttoerlös
- Veräußerungskosten
- Anschaffungskosten
- Anschaffungsnebenkosten
= Differenzbetrag (Marktwert)

Auch bei der Bemessung des Zinsabschlags wird die Markt-Rendite verwendet, §§ 20 Abs. 2 Nr. 4 i.V.m. 43a Abs. 2 EStG. Der Kursgewinn unterliegt dem Zinsabschlag, ein Verlust mindert jedoch nicht den Stückzinstopf und daher kann nur im Rahmen der Steuererklärung geltend gemacht werden.

Beispiel: Verluste beim Zinsabschlag

Kauf 20.000 Hybridanleihen zu	100%
Verkauf zu	90%
Erhaltene Stückzinsen beim Verkauf	500 €
Kursverlust $(90 - 100) - 10\% \times 20.000$	- 2.000 €
Zinsertrag	+ 500 €
Kapitaleinnahmen	- 1.500 €
Zinsabschlag (30% von 500)	150 €

Die Besteuerung von Finanzinnovationen ist im Vergleich zu herkömmlichen Wertpapieren nicht immer negativ. Denn über § 20 EStG gibt es die unbeschränkte Verlustverrechnung. Dies macht sich insbesondere bei Hybridanleihen positiv bemerkbar, die kaum Gewinnpotential beinhalten. Verrechenbare Verluste entstehen beispielsweise, wenn der Kurs der Anleihe auf Grund von entfallenden Zinsauszahlungen oder einer Bonitätsabstufung des Schuldners fällt.

Hinweis: Die Finanzverwaltung akzeptiert jedoch keine negativen Kapitaleinnahmen, wenn der realisierte Verlust der Vermögensebene zuzuordnen ist. Ergeben sich bei einer Finanzinnovation Kursverluste in Folge der Zahlungsunfähigkeit oder des Zahlungsverzugs des Schuldners, handelt es sich steuerlich um nicht relevante Verluste auf der Vermögensebene, denn nach Auffassung der Finanzverwaltung unterstellt die Marktrendite eine den Emissionsbedingungen entsprechende Erfüllung der beiderseitigen Verpflichtungen von Schuldner und Gläubiger (OFD Berlin 28.5.1998, St 449 - S 2252 - 2/95, FR 1998 S. 1139).



5. Fazit

Hybridanleihen als relativ junge Anleiheform für den Privatinvestor stellen ein interessantes Angebot zur Depotbeimischung dar, um höhere Renditen in einem Rentendepot erzielen zu können. Wegen der Nachrangigkeit sollte allerdings strikt auf Schuldner mit guter Bonität gesetzt werden. Anleger sollten Hybridanleihen mit zehnjährigen Festverzinslichen vergleichen und bei deutlich besseren Zinssätzen zugreifen. Allerdings sollten diese nachrangigen Papiere nur zur Depotbeimischung verwendet werden und auf verschiedene Emittenten gesetzt werden.

Ihre Ansprechpartner bei der Axer Partnerschaft zu Fragen der Vermögensanlage:

Rechtsanwalt, Fachanwalt für Steuerrecht

Rolfjosef Hamacher

Fon 0221/47 43 440

Fax 0221/47 43 499

hamacher@axis.de

oder

Rechtsanwalt, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater

Dipl.-Betriebswirt Bernhard Fuchs

Uerdinger Strasse 12 * 40474 Düsseldorf

Fon: 0211/43 83 560

Fax: 0211/43 83 5611

bernhard.fuchs@rafuchs.de

fuchs@axis.de