

WARUM HOCHZINSEMITTENTEN IHRE ANLEIHEN VORZEITIG KÜNDIGEN

Dezember 2025

Insight Investment¹ erklärt, warum es für Emittenten von Hochzinsanleihen in der Regel wirtschaftlich sinnvoll ist, ihre Anleihen vorzeitig zu kündigen, und welche möglichen Vorteile sich daraus für die Anleger ergeben.

Die Struktur von Hochzinsanleihen

Die meisten Hochzinsanleihen sind so strukturiert, dass der Emittent sie zu bestimmten zukünftigen Terminen vor dem Ende ihrer Laufzeit zurückkaufen kann. Hierin liegt ein großer Unterschied zu Investment-Grade-Anleihen, die im Allgemeinen ein einziges Fälligkeitsdatum haben. Für gewöhnlich muss ein Emittent einen Preis zahlen, der höher ist als 100% des Nennwertes, um eine Anleihe vorzeitig zu kündigen und zurückzuzahlen. Eine solche Kündigung wird als „Call“ bezeichnet und die möglichen Rückzahlungstermine entsprechend als „Call-Daten“. Die Kündigungsbedingungen der Anleihe – d. h. die Preise und Termine – werden bei der Emission festgelegt und rechtlich dokumentiert. Eine Änderung ist anschließend nicht mehr möglich, unabhängig von den Marktbedingungen oder dem Handelsplatz. Diese Bedingungen werden zwischen dem Emittenten und dem Anleger vereinbart und sind Teil der Vertragsstruktur der Anleihe.

Je früher die Kündigung erfolgt, desto höher ist der vom Emittenten zu zahlende Preis. Im Laufe der Zeit sinkt er kontinuierlich und liegt am Datum der Endfälligkeit schliesslich bei 100% des Nennwertes. Eine Anleihe kann beispielsweise im Jahr 2028 zum Nennwert (100%) fällig werden, aber mit einer Call-Option zu 101% im Jahr 2026 versehen sein.

Sobald die Märkte erwarten, dass eine Anleihe vorzeitig gekündigt wird, entwickelt sich ihr Kurs tendenziell in Richtung des Call-Preises und der Anleger erzielt einen Gewinn, der über die Markttrenditen hinausgeht.

Sechs Gründe, warum Unternehmen ihre Anleihen vorzeitig kündigen

Emittenten nutzen die Call-Option für ihre Anleihen aus vielen Gründen, die oft leicht zu verstehen sind. Hierzu gehören:

1. die Entwicklung eines Geschäftsmodells;

2. eine Verringerung der Fremdkapitalquote („De-leveraging“), indem die Schuldenlast des Emittenten durch Cash-Generierung oder den Verkauf von Vermögenswerten reduziert wird;
3. der Zugang zu neuen Finanzierungsmöglichkeiten mit attraktiveren Bedingungen;
4. Möglichkeit eines günstigeren Kupons bei Aufnahme neuer Schulden;
5. eine Änderung der Kontrollverhältnisse; und
6. eine Refinanzierung der Schulden in Verbindung mit dem Erreichen wichtiger geschäftlicher Meilensteine.

Am häufigsten ist die vorzeitige Kündigung von Anleihen auf den letztgenannten Grund zurückzuführen, aber gleichzeitig wird dieser von den Anlegern auch am wenigsten verstanden. Der vorliegende Beitrag betrachtet daher diese Frage, die unsere Kunden uns in diesem Zusammenhang oft stellen:

Warum kündigen Hochzinsemittenten ihre Anleihen vorzeitig, zahlen dafür eine Prämie und refinanzieren ihre Schulden teilweise sogar zu höheren Zinssätzen, wenn sie die Anleihen einfach bis zu ihrer Endfälligkeit laufen lassen könnten?

Unternehmen mit Hochzinsanleihen sind in der Regel auf Eigenkapitalwachstum ausgerichtet

Um die Gründe für solche Refinanzierungen bei Unternehmen mit Hochzinsanleihen zu verstehen, muss man zunächst wissen, wie sich die Kapitalstrukturen von Hochzinsunternehmen und jene von Investment-Grade-Unternehmen typischerweise voneinander unterscheiden.

So weist die Kapitalstruktur von Hochzinsemittenten für gewöhnlich mehr Fremd- als Eigenkapital auf, während bei Investment-Grade-Unternehmen das Gegenteil der Fall ist. Ein hypothetisches Beispiel ist in Tabelle 1 dargestellt.

¹ Die Investment Manager werden von BNY Mellon Investment Management EMEA Limited (BNYMIM EMEA), BNY Mellon Fund Managers Limited (BNYMFML), BNY Mellon Fund Management (Luxembourg) S.A. (BNY MFML) oder verbundenen Fondsunternehmen für die Erbringung von Portfoliowerungsleistungen ernannt, die in Produkt- und Dienstleistungsverträgen, die von Kunden mit BNYMIM EMEA, BNY MFML oder den Fonds von BNY Mellon abgeschlossen wurden, festgelegt sind.

Unternehmen mit Hochzinsanleihen sind stärker verschuldet, aber in der Regel dienen diese Schulden einer Erhöhung der Eigenkapitalrendite.

Im Allgemeinen streben diese Unternehmen eine Eigenkapitalrendite an, die die zugrunde liegende Wirtschaftswachstumsrate über einen zeitlichen Horizont von fünf bis sieben Jahren deutlich übertrifft. Ziel ist es dabei, ein größeres und rentableres Unternehmen zu schaffen, das nach Ablauf dieser Zeit verkauft werden kann, um einen Gewinn für den Kapitaleigner zu erzielen.

TABELLE 1: BEISPIELHAFTE KAPITALSTRUKTUR

| | Hochzins | Investment Grade |
|---------------------------|--------------|------------------|
| Verschuldung | 150 Mio. USD | 70 Mio. USD |
| Aktien | 50 Mio. USD | 130 Mio. USD |
| Kapitalisierung insgesamt | 200 Mio. USD | 200 Mio. USD |

Unternehmen haben viele Möglichkeiten, hohe Wachstumsraten zu erzielen. Dazu zählen etwa die Ausweitung der bestehenden Geschäftstätigkeiten (z. B. durch die Eröffnung neuer Verkaufsstellen oder Produktionsanlagen), eine beschleunigte Expansion durch die Übernahme von Konkurrenten oder den Kauf von Vermögenswerten eines solchen, der organische Einstieg in eine neue Region mit einer starken Wachstumsdynamik oder auch eine Kombination dieser verschiedenen Vorgehensweisen.

Oft verfolgt die Geschäftsleitung einen vielschichtigen Ansatz, um ihre Ziele über einen längeren Zeitraum zu erreichen.

Beispiel: ein Fitnessstudio-Betreiber

Nehmen wir ein relativ einfaches hypothetisches Beispiel: ein Fitnessstudio-Betreiber mit Sitz im Vereinigten Königreich. Das Unternehmen begibt eine Anleihe mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einem Kupon von 8%, die nach zwei Jahren zu einem Preis von 104% des Nennwertes gekündigt werden kann (d. h. die Call-Prämie beträgt 4%). Es könnte beschließen, seine organische Wachstumsstrategie im Vereinigten Königreich zu beschleunigen, indem es einen Wettbewerber übernimmt und so seinen Kundenstamm innerhalb des Heimatmarktes erweitert. Nach der Umsetzung dieser Strategie können Expansionen in andere geografische Regionen in den Fokus rücken.

Angesichts der steigenden Zahl der Fitnessstudio-Mitglieder entscheidet sich das Unternehmen schließlich dafür, eine App auf den Markt zu bringen und den Mitgliedern eine abonnierbare Gesundheitsberatung anzubieten.

Nehmen wir an, dass dieser Fitnessstudio-Betreiber zunächst einen jährlichen Gewinn von 100 Mio. GBP im Vereinigten Königreich erzielte. Nach der Übernahme seines Konkurrenten und der Nutzung einiger kostensparender Synergien konnte das Unternehmen seinen Gewinn zwei Jahre später auf 120 Mio. GBP steigern. Sobald dieser Meilenstein erreicht ist, will sich die Geschäftsleitung auf die geplante internationale Expansion konzentrieren und die Finanzierung für die nächste Phase des Geschäftsplans sichern.

Dank seiner höheren Gewinnbasis kann das Unternehmen nun leichter Kredite aufnehmen. Daher entscheidet man sich für

eine Refinanzierung, bei der neue Schulden aufgenommen und bestehende Anleihen gekündigt werden. Das Unternehmen kündigt die Anleihe mit fünfjähriger Laufzeit zu 104 % des Nennwertes und die Anleger erhalten für den zweijährigen Investitionszeitraum eine effektive Rendite von fast 10% pro Jahr.

Die geringe Prämie für die vorzeitige Kündigung der Anleihe ist für den Emittenten unbedeutend im Vergleich zu der hinzugewonnenen Flexibilität, da die Finanzierung der nächsten Entwicklungsphase nun garantiert ist.

Da das Unternehmen mittlerweile größer und rentabler ist, kann es eine neue fünfjährige Anleihe mit einem niedrigeren Kupon von 7% begeben – dieses Mal mit einer Call-Option nach drei Jahren, allerdings zu einem Preis von 103,5% des Nennwertes und somit einer niedrigeren Kündigungsprämie.

Drei Jahre später ist die internationale Expansion in vollem Gange und der Fitnessstudio-Betreiber ist zu einem erfolgreichen multinationalen Unternehmen mit einem Jahresgewinn von 170 Mio. GBP geworden.

Nachdem somit ein weiterer wichtiger Meilenstein erreicht worden ist, will die Geschäftsleitung nun eine App entwickeln lassen, die Gesundheitsstatistiken wie Blutdruck, Sauerstoffgehalt und Body-Mass-Index misst. Dieses Angebot soll den Mitgliedern gegen eine geringe zusätzliche Gebühr zur Verfügung stehen. Zuvor sind jedoch Investitionen erforderlich, um die Entwicklung zu finanzieren und die App mit einem angemessenen Marketingbudget über einen Zeitraum von zwei Jahren zu bewerben. Das Unternehmen beschliesst, die zuvor begebene Anleihe erneut vorzeitig zu kündigen. Für den dreijährigen Investitionszeitraum erhalten die Anleger dieses Mal eine Rendite von etwas mehr als 8% pro Jahr.

Anschliessend begibt das Unternehmen eine neue Anleihe mit einer Laufzeit von fünf Jahren und einem Kupon von 6,5%, die nach zwei Jahren zu 103% des Nennwertes kündbar ist.

Nach der Einführung und Vermarktung der App steigen die Gewinne in den folgenden zwei Jahren auf 190 Mio. GBP. Mit diesem neuen Meilenstein ist es aus Sicht der Geschäftsleitung sinnvoll, eine weitere Refinanzierung vorzunehmen. Sie entscheidet sich dafür, die Anleihe erneut zu kündigen, wobei die Anleger eine effektive Rendite von knapp 8% pro Jahr für den zweijährigen Investitionszeitraum erhalten.

Über einen Horizont von sieben Jahren sind die Gewinne des Unternehmens aus der Eigentümerperspektive von 100 Mio. GBP auf 190 Mio. GBP pro Jahr gestiegen. Der interne Zinsfuß (IRR) liegt demnach mit 9,6% deutlich über dem BIP-Wachstum und das Unternehmen ist auf einem guten Kurs, um eine zweistellige Eigenkapitalrendite zu erzielen. In der Regel verkaufen Kapitaleigner die betreffenden Unternehmen nach einer Haltedauer von fünf bis sieben Jahren, wenn ein zweistelliger IRR erzielt wurde; dies ist der Kern ihres Geschäftskonzepts.

Aus ihrer Sicht ist die Refinanzierungsprämie von untergeordneter Bedeutung. Sie konzentrieren sich darauf, das langfristige Wachstum zu fördern, um das Unternehmen für den Verkauf zu positionieren. Bei einem IRR von 9,6% wirken höhere Zinssätze nicht abschreckend, denn wichtiger ist es, die Finanzierung in kritischen Phasen zu sichern.

Abbildung 1 zeigt den Anteil der vorzeitig gekündigten Emissionen an den europäischen Märkten für Hochzinsanleihen. Pro Jahr werden im Durchschnitt 10% der Emissionen vorzeitig gekündigt. Der Anteil schwankt zwar je nach Finanzierungskosten, jedoch ist festzustellen, dass solche Kündigungen selbst in einem Umfeld deutlich steigender Zinssätze während der weltweiten Finanzkrise weiter stattfanden, wenn auch in einem geringeren Ausmaß.

ABBILDUNG 1: ANTEIL DER VORZEITIG GEKÜNDIGTEN HOCHZINSANLEIHEN IN EUROPA PRO JAHR (%)



Quelle: Daten von JP Morgan zum europäischen Markt für Hochzinsanleihen, Stand: 30. September 2025. JPM erstellt eigene Indizes, um das Marktvolumen von Finanzinstrumenten auf der Grundlage interner Daten zu überwachen.

Von Call-Prämien profitieren

Da die Strategie von Insight für den Hochzinsbereich von kurzen Laufzeiten geprägt und der Anlageprozess vor allem auf sichtbare Cashflows ausgerichtet ist, sind wir unserer Ansicht nach gut positioniert, um von Call-Prämien zu profitieren.

Unsere Analysten treffen bis zu sechs Mal pro Jahr mit Unternehmensvertretern zusammen. Wir legen insbesondere Wert darauf, die Fortschritte bei der Umsetzung des aktuellen Geschäftsplans mit unseren internen Prognosen zu vergleichen. Oft versuchen wir auch zu verstehen, wie die nächste Phase des Geschäftsplans aussehen könnte. So können wir nachverfolgen, ob der Geschäftsplan zu den erwarteten Ergebnissen führt und wann es demnach mit hoher Wahrscheinlichkeit zur Refinanzierung einer Anleihe kommen wird. Auf dieser Grundlage verfügen wir über eine solide Erfolgsbilanz hinsichtlich der Anlage in Anleihen, die refinanziert werden.

Wie in Abbildung 2 zu erkennen ist, sind pro Monat durchschnittlich 3,3% der Allokation unserer Strategie von einer Refinanzierung betroffen. Rückzahlungen erfolgten darüber hinaus in der Regel jedes Jahr für 35% bis 50% der Gesamtallokation.

ABBILDUNG 2: % REFINANZIERTER ANLEIHEN IM RAHMEN DER GSDHY-STRATEGIE VON INSIGHT NACH MONAT



Quelle: Insight, Stand: 30. September 2025. Das repräsentative Portfolio verfolgt denselben Anlageansatz wie die Global Short-Dated High Yield Bond Strategy von Insight. Das Portfolio wurde im November 2016 aufgelegt.

Der Wert von Anlagen kann sinken. Anleger erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht zurück. Die laufenden Erträge eines Investments können schwanken und werden nicht garantiert.

BNY | INVESTMENTS

WICHTIGE INFORMATIONEN

Ausschliesslich für professionelle Kunden; in der Schweiz ausschliesslich für qualifizierte Investoren. Dieses Dokument dient zur Bewerbung von Finanzprodukten. Sofern nicht anders angegeben, handelt es sich bei den hierin enthaltenen Auffassungen und Meinungen um die des Investment Managers. Diese Auffassungen und Meinungen stellen keine Anlageberatung dar. Dies ist kein Investment-Research und keine Research-Empfehlung für regulatorische Zwecke.

BNY, BNY Mellon und Bank of New York Mellon sind Unternehmensmarken von The Bank of New York Mellon Corporation und können sich auf den Konzern insgesamt und/oder seine diversen Tochtergesellschaften allgemein beziehen.

In Großbritannien herausgegeben von BNY Mellon Investment Management EMEA Limited, BNY Mellon Centre, 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4LA. Registriert in England unter der Nr. 1118580. Zuglassen und beaufsichtigt von der Financial Conduct Authority.

Herausgegeben in Europa (ohne Schweiz) von BNY Mellon Fund Management (Luxembourg) S.A. BNY MFML, eine Aktiengesellschaft (Société Anonyme), die nach luxemburgischem Recht unter der Registrierungsnummer B28166 gegründet wurde. Eintragener Firmensitz: 2-4, Rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxemburg. BNY MFML unterliegt der Aufsicht der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Herausgegeben in der Schweiz von der BNY Mellon Investments Switzerland GmbH, Bäringasse 29, CH-8001 Zürich, Schweiz. ID: 2948159. Gültig bis: 3. Juli 2026. T13710 01/26