



# BON BONDS

**Obligationen** Jahrelang im Abseits, erstrahlen Anleihen nach einem reinigenden Gewitter wieder in neuem Glanz. Entscheidend ist die Politik der Notenbanken.

von ERICH GERBL

Um Arbitrage-Jägern keine Chance zu geben, hielten die Banken die Emission bis zum Verkaufsstart geheim. Am 8. Februar um 8.45 Uhr nahmen die Broker die Telefone in die Hand und boten Grossanlegern die neue Obligation des Chemiekonzerns Lonza an. Das Interesse an der Anleihe mit 6,5-jähriger Laufzeit und einem Zinscoupon von 2,1 Prozent war gross. Lag das Mindestziel der Emission bei 150 Millionen Franken, waren um 10 Uhr Festverzinsliche im Wert von 300 Millionen Franken verkauft, und das mit einem deutlich geringeren Aufschlag als erwartet. Um 10.42 Uhr, keine zwei Stunden nach Vermarktungsbeginn, wurde für die Anleihe ein Kurs gestellt und an die Investoren zugeteilt.

Die Nachfrage nach Zinstiteln ist wieder zum Leben erwacht. Traditionelle Bondinvestoren wie Pensionskassen kehren von ihren Ausflügen in die Welt der Immobilien und Privatmärkte wieder in ihr angestammtes Terrain zurück. «Die Anzahl der Ausschreibungen für Obli-Mandate hat massiv zugenommen. Bonds sind wieder eine Alternative», so Stephan Kuhnke, CEO bei Bantleon.

Hat sich in den vergangenen Jahren angesichts negativer oder hauchdünner Renditen kaum ein Privatanleger an die Bondmärkte verirrt, wächst auch dort das Interesse. «Man merkt, dass die Renditen wieder höher sind. Die Anfragen privater Investoren steigen», sagt Markus Thöny, Portfolio Manager Swiss Fixed Income bei Lombard Odier IM.

## GANZ ANDERE SPIELREGELN

Nach einer jahrelangen Dürre gibt es an den Bondmärkten wieder etwas zu holen. Zehnjährige «Eidgenossen» liefern Renditen von mehr als einem Prozent, Schweizer Unternehmensanleihen in einer sehr guten Qualität wie bei der von Lonza über zwei Prozent. Auch die mit einem Höchststrating von AAA hinterlegten Pfandbriefe locken mit einer ähnlich hohen fixen Verzinsung. An den Junk-Bond-Märkten jenseits der Schweizer Grenze werden sieben und mehr Prozent geboten.

Investoren, die Bonds wieder oder neu entdecken, sind dort mit einer eigenen Welt mit ganz anderen Spielregeln konfrontiert. «Anleihen sind eine viel kompliziertere Anlage als Aktien», weiss Stephan Kuhnke. Die Komplexität fällt dem Interessierten schnell bei der Suche auf. Gibt es je Unternehmen meist nur eine Aktie, die gehandelt wird, hat der Anleger bei den Obligationen derselben Firma durch die verschiedensten Lauf- ▶



„2022 gingen wir mit einem Bikini in das kalte Wasser, heute tragen wir einen Neopren-Anzug.“

Tatjana Greil-Castro, Muzinich & Co.

► zeiten, Coupons und Währungen die Qual der Wahl. Alleine von Nestlé Finance International sind 23 Bonds kotiert.

«Bevor man sich mit Namen beschäftigt, muss man sich bei Anlagen in Bonds klar werden, wie viel Zinsrisiko und wie viel Kreditrisiko man tragen will», erklärt Markus Thöny. Die Kreditrisiken müssen nicht selbst eingeschätzt werden, hier helfen internationale Ratingagenturen wie Standard & Poor's, Fitch oder Moody's oder lokale Banken.

Der Schweizer Obligationenmarkt ist seit jeher von hoher Stabilität und Qualität geprägt. 88 Prozent der 2022 emittierten Anleihen im Inland- und Auslandsegment stammen aus dem Ratingbereich zwischen AAA und A. Der Rest entfiel auf BBB, was immer noch unter die Kategorie «Investment Grade» fällt. «Im Inlandgeschäft haben wir im öffentlichen Schweizer Anleihenmarkt seit November 2021 keine Transaktion aus dem Sub-Investment-Bereich gesehen», sagt Michael Wölfle, Leiter Debt Capital Markets bei der Zürcher Kantonalbank. Investment Grade ist der Bereich mit höchster (AAA) bis befriedigender Bonität (BBB). Dort sind die Ausfallrisiken gering. Anders als bei Schrottanleihen – auf Englisch Junk Bonds oder High Yield. Die werden von Schuldern mit höheren Risiken und Bonitätsnoten von BB und darunter vergeben. Vereinfacht gilt: je höher die Kreditrisiken, desto schlechter das Rating und desto höher die fixe Verzinsung – der Coupon. Investoren wollen für höhere Risiken schliesslich entlohnt werden.

Vom Kurspotenzial her hat jedes Rating seine Konjunktur. Je unsicherer der konjunkturelle Ausblick ist oder wird, desto besser ist der Anleger mit soliden Schuldnern positioniert. Hellet sich das Umfeld auf, sinkt die Ausfallwahrscheinlichkeit, besonders deutlich steigen die Kurse bei den Schrottanleihen.

Doch mit der Einschätzung des Kreditrisikos ist es für den Obli-Investor noch lange nicht getan. Hinzu kommen mit

unter happige Zinsänderungsrisiken. So drückt nicht nur die wachsende Gefahr einer Insolvenz den Kurs einer Obligation, sondern auch ein steigender Zins. Ziehen die Zinsen nach oben, werden die Coupons bereits ausgegebener Anleihen für Investoren ein Stück weit unattraktiver. Diesen Nachteil gleicht der Markt durch einen Abschlag beim Kurs aus. Je länger die Anleihe noch läuft, desto kräftiger korrigiert der Kurs, gilt es doch, den Zinsnachteil über die gesamte Restlaufzeit auszugleichen. Steigen die Zinsen etwa um ein Prozent, bringt das bei einer Obligation, die noch 20 Jahre läuft, über die Jahre einen Zinsnachteil von satten 20 Prozent. Der Kurs von Anleihen wird in Prozent des Nennwerts angegeben.

**DAS DOMINANTE RISIKO**

Bei lang laufenden Zinstiteln wird der Zins damit zum dominanten Risiko, kurioserweise häufiger bei soliden Schuldnern. Denn Langläufer werden vor allem von Firmen oder Staaten mit besonders guten Ratings auf den Markt gebracht. Verlässlichen Schuldnern trauen die Investoren zu, ihre Schulden auch in Jahrzehnten noch zurückzuzahlen.

Doch wer sich bei soliden Emittenten in Sicherheit wiegte, wurde im Vorjahr eines Besseren belehrt. Handelte der 50-jährige Bond der Kraftwerke Linth-Limmern Ende 2021 noch bei 150 Franken, waren es im Oktober 2022 nach einigen Zinserhöhungen nur noch 87 Franken. Der Kurs einer 100-jährigen, bis 2117 laufenden österreichischen Staatsanleihe brach seit Anfang 2022 von 150 auf weniger als 70 ein. Anfang 2021 hatte der Kurs noch bei 225 gelegen.

Nicht nur bei extrem lang laufenden Bonds ist das Zinsrisiko dominant. Lombard-Odier-Experte Markus Thöny schätzt, dass in einem mit A- und BBB-Bonds durchmischten Portfolio mit einer durchschnittlichen Laufzeit von fünf Jahren rund zwei Drittel der Return-Schwankungen

durch die Zinsrisiken verursacht werden. Wie sich die Zinsen entwickeln, ist für den Erfolg eines nicht bis zur Endfälligkeit gehaltenen Bondinvestments daher von entscheidender Bedeutung. Wie schnell sich hier die Erwartungen ändern können, wurde Investoren im Zug der Bankenkrise bewusst. «Dank» Silicon Valley Bank und CS verlor das prognostizierte Top bei den Leitzinsen Mitte März schlagartig an Höhe. «Binnen einer Woche fielen die Zinsen rund um den Globus um 70 Basispunkte. In einem ruhigen Umfeld dauert solch eine Korrektur ein Jahr», sagt Michael Wölfle von der ZKB. Auch in der Schweiz dasselbe Bild: Rechnet der Markt Anfang März wegen der hohen Teuerung noch mit einem Zinsschritt von 75 Basispunkten, ging die Erwartung durch die Bankenkrise binnen Tagen auf null Basispunkte zurück. Schlussendlich liess sich SNB-Chef Thomas Jordan von dem CS-Drama nicht aus dem Konzept bringen und erhöhte den Leitzins am 23. März von 1 auf 1,5 Prozent. «Die Herausforderung



**TOP QUALITÄT**

Der Schweizer Bondmarkt ist – wie sollte es anders sein – geprägt von hoher Qualität. Junk Bonds wurden seit Jahren nicht auf den Markt gebracht.

Fotos: PD; Illustration: Anne-Marie Pappas / Kombinatroweiss für BILANZ

„Bevor man sich mit Namen beschäftigt, muss man sich klar werden, wie viel Zinsrisiko man tragen will.“

Markus Thöny, Lombard Odier IM



für die Zentralbanken ist es, eine gute Balance zwischen Finanzmarktstabilität und Inflationsbekämpfung zu finden», sagt Wölfle.

«Die Fed ist ihrem Höchststand sehr nahe, während die EZB mehr tun muss, um die Inflation zu zügeln», sagt Rose Ouahba, Head of Fixed Income von Carmignac. Aber auch dort gehört die Zeit der grossen Zinsschritte von 50 Basispunkten und mehr laut ZKB-Experte Wölfle sowohl in der Schweiz als auch in der EU und den USA der Vergangenheit an. «Den ganz grossen Zinsschub haben wir hinter uns», sagt er. Für die SNB seien noch zwei Zinsschritte von je 25 Basispunkten eingepreist. So der Stand am 24. März um 9.30 Uhr. Stunden später könne es etwa aufgrund höherer Inflationsdaten bereits wieder anders aussehen. «Wir sind in einem Umfeld, das sich rasant ändert», so Wölfle.

Für 2024 werden dann auf dieser wie auch auf der anderen Seite des Atlantiks sinkende Zinsen erwartet. «Später im Jahr sollte sich die Wirtschaft abschwächen, das würde die Zinsen drücken und die Kurse der Bonds beflügeln, sofern die Inflation weiter nachlässt», prognostiziert Guillermo Felices, Stratege bei PGIM Fixed Income. Besonders lang laufende Bonds würden profitieren.

**Bereinigung**

Seit der kräftigen Korrektur sind Obligationen wieder attraktiv.



Während einige Geldmanager wie J.P. Morgan nach und nach zu längeren Laufzeiten greifen, in der Fachsprache «Duration aufbauen», bleibt Tatjana Greil-Castro vorsichtig. Für Muzinich & Co. managt sie einen 13 Milliarden Franken grossen Bonds-Fonds. Laut Greil-Castro könne es gut sein, dass es zu keiner Rezession komme, die Inflation zwar zurückgehe, aber nicht so stark wie erhofft. «Dann sagen sich die Zentralbanken: Wir haben nicht genug gemacht, und lassen die Zinsen sowohl am kurzen als auch am langen Ende wieder steigen. Die Anleger sind daher mit Kurzläufnern besser bedient», sagt Greil-Castro. Weil die Zinskurve invertiert ist, gebe es am kurzen Ende ohnehin die bessere Rendite als am langen Ende.

**DAS ERSTE MAL SEIT 70 JAHREN**

Bondinvestoren wie Greil-Castro steckt das Horrorjahr 2022 noch in den Knochen. Anleihen schlitterten wegen der steigenden Zinsen zum ersten Mal seit 70 Jahren in einen Bärenmarkt. Der Staatsanleihenindex der Eurozone verlor 18,4 Prozent, Schweizer Staatsanleihen, gerne «Eidgenossen» genannt, mit einer Laufzeit von mehr als 15 Jahren im Schnitt gar 28,2 Prozent. Für eine defensive Anlageklasse eine Katastrophe. «Heute ist das Umfeld für Bonds viel besser als vor einem Jahr», so Greil-Castro. So biete das höhere Zinsniveau einen besseren Schutz. Weil die Zinsen Ende 2021 nahe null lagen, gab es 2022 so gut wie keine Kompensation für die Kursverluste. «2022 gingen wir mit einem Bikini ins kalte Wasser, heute tragen wir einen Neopren-Anzug», sagt Greil-Castro.

Was aufgrund der höheren Zinsen auch wieder besser funktioniert, ist die Versicherung gegen einen Kursverfall auf der Aktienseite. Schwächelt die Konjunktur, senken die Notenbanken für gewöhnlich die Zinsen. Während die Aktienbörsen leiden, legen die Bondmärkte zu.

Ein grosser Teil der Schweizer Anleger, Experten schätzen bis zu 90 Prozent, ist in einzelne, lokale Firmenanleihen investiert

und hält diese bis zur Fälligkeit – in der Fachsprache ist von «Held to Maturity» die Rede. Fans dieser Strategie, darunter Pensionskassen, schätzen, dass sich der Gewinn am Ende der Laufzeit gut vorher-sagen lässt. Geht die Firma nicht pleite, wird der Bond mit 100 Prozent zurückge-zahlt. Die zwischenzeitlichen Kursschwankungen spielen keine Rolle.

Je schlechter die Kreditqualität, desto höher das Risiko eines Zahlungsausfalls, umso breiter sollte der Anleger diversifizieren. Reichen im Bereich der Best-ratings von AAA und AA laut Fondsmana-ger Thöny für einen Privatanleger noch 10 Bonds «gut und gerne aus», sei das Risiko bei Ratings von A bis BBB besser auf min-destens 20 bis 25 verschiedene Bonds zu verteilen. Im BBB-Bereich und darunter sei professionelle Hilfe angesagt. «In diesem Anlagesegment ist die Gefahr, sich die Fin-ger zu verbrennen, einfach zu gross», sagt Thöny. Wie viel Risiko in nachrangigen Anleihen steckt, konnten die Anleger bei den CoCo-Bonds der Credit Suisse ein-drücklich verfolgen.

Kredit- und Währungsrisiken schaltet der Investor beim Kauf eines «Eidgenos-sen» aus. Die Rendite ist im internationa-len Vergleich zwar dürftig, aber mit rund einem Prozent auf eine Laufzeit von zehn Jahren zumindest nominal wieder im posi-tiven Bereich. Nach Jahren des Negativ-zinses schon fast spektakulär. Wer nicht ►

ANZEIGE





„Die Herausforderung ist es, eine gute Balance zwischen Finanzmarktstabilität und Inflationsbekämpfung zu finden.“

Michael Wölfe, ZKB

► bis zur Fälligkeit hält, nimmt Zinsänderungsrisiken, je länger die Laufzeit, umso mehr.

In die Kategorie risikoarm fallen sowohl die Anleihen der beiden Pfandbriefinstitute als auch Covered Bonds - diese Instrumente dienen der Refinanzierung von erstklassigen Hypotheken von privaten und institutionellen Immobilienbesitzern. Dabei wird eine fette Sicherheitsmarge eingebaut. Die Immobilienpreise müssten auf einen Schlag um mehr als 30 Prozent kollabieren, um die Rückzahlung zu gefährden. «Das ist sehr, sehr unwahrscheinlich», sagt ZKB-Experte Wölfe.

Wie stabil diese Anlageklasse ist, zeigte sich am Covered Bond der CS. Der Kurs der AAA-gerateten, bis 2024 laufenden Obligation legte am Montag nach dem Notverkauf sogar zu, der Yield reduzierte sich auf 2,9 Prozent. Der gleich geratete, aber wohl deutlich sorgenfreiere Pfandbrief der ZKB liegt bei 1,84 Prozent.

Im Bereich von Firmenanleihen, die mit BBB gerade noch im Investment Grade liegen, holen Anleger auf die Endfälligkeit gerechnet gut zwei bis drei Prozent. Hiag, Dormakaba oder Lonza sind Beispiele. Da die Renditen nicht wahnsinnig hoch sind, gilt es, diese zu optimieren. Falls im Angebot, empfiehlt es sich, die Oblis unter pari zu kaufen. Weil der Coupon und nicht der Kursgewinn versteuert wird, macht das steuerlich Sinn. Experten

**INVESTMENT GRADE**  
Zinscoupons von zwei Prozent und mehr werden bei Pfandbriefen mit dem Bestrating AAA wieder geboten.

raten, Fremdwährungsrisiken abzusichern. In Franken sind auch ausländische Bonds an der SIX kotiert. So holen sich etwa US-Blue-Chips wie Apple oder McDonald's Franken von Schweizer Anlegern. Die Rendite liegt bei unter zwei Prozent. Mehr versprechen die schlechteren Ratings. Bei der Black Sea Trade and Development Bank oder Grand City Properties sind es in Franken-Tranchen um die fünf Prozent.

**SCHROTT IN GEFAHR**

Im High-Yield-Bereich sollte man sich gerade mit Einzelinvestments nicht zu weit aus dem Fenster lehnen. Mit Junk-Rating

sind viele Unternehmen versehen, die überproportional unter einem Zinsanstieg leiden. Da die Laufzeiten aufgrund des geringeren Vertrauens kürzer sind, kommt auch schneller der Zeitpunkt, an dem sie neue Anleihen begeben müssen. Mit den Coupons haben sich die Summen für die Zinszahlungen binnen weniger Quartale verdoppelt. Kuhnke: «Kommt auch noch die

Konjunkturertrübung hinzu, bringt das viele High Yields an den Rand des Zusammenbruchs.»

Geht es nach dem Hinder-Asset-Management-CEO René Stiefelmeyer mache das Halten von einzelnen Bonds dank der kostengünstigen Indexanlagen nicht nur im Ramschbereich für Privatanleger wenig Sinn. Für rund 0,06 bis 0,2 Prozent pro Jahr muss sich der Anleger praktisch nicht mehr um Neuinvestitionen von fälligen Anleihen kümmern. Der Fonds investiert laufend in die neu

ausgegebenen Anleihen. Während sich bei Einzelanlagen die Restlaufzeit täglich verkürzt, bleibt sie beim Indexfonds konstant. Selbst mit beschränktem Budget kann via ETFs in verschiedene Obligationenklassen investiert und mit wenig Aufwand den jeweiligen Makrobedingungen angepasst werden. Da sich die Coupons und Laufzeiten von Neuemissionen von den zurückbezahlten Anleihen unterscheiden, ist ein Bondindex ein ausgesprochen dynamisches Gebilde.

Kann die Liquidität bei Bonds schon mal Probleme bereiten, entfällt auch diese Herausforderung bei ETFs. Wer es sich ganz einfach machen wolle, könne laut Stiefelmeyer ein sehr breit diversifiziertes, währungsgesichertes ETF-Portfolio alleine mit drei ETFs zusammenstellen (siehe Tabelle). Nur schon der Vanguard Global Aggregate investiert in 7500 Obligationen.

Kritiker bemängeln, dass man mit Bond-ETFs in die grössten und nicht unbedingt in die besten Schuldner investiert. Morningstar zeigte, dass weniger als ein Drittel der aktiven Manager die Indexfonds per Mitte 2022 über ein Jahr hinter sich liess. Über längere Zeitperioden wird der Anteil der dauerhaft überperformenden aktiven Fonds noch kleiner.

Sinn machen Fonds bei Spezialitäten, für die es mitunter keine ETFs gibt. Eine davon sind Corporate Hybrids. Diese Anleihen sind wie CoCos nachrangig, werden aber nicht von Banken, sondern von namhaften Industriekonzernen wie Danone, Total oder VW begeben. «Für das erhöhte Ausfallrisiko werden Investoren mit einem massiven Zinsaufschlag kompensiert», sagt Bantleon-Experte Kuhnke. In Euro liege die Rendite in einem durchschnittlichen Portfolio mit BBB-Rating bei mehr als 7,5 Prozent. «Das Zinsniveau befindet sich auf High-Yield-Niveau, nur ist das Ausfallrisiko deutlich geringer», sagt Kuhnke.

Die Emittenten haben zwar ein Investment-Grade-Rating, weil die Oblis nachrangig sind, rutscht das Rating aber leicht unter Investment-Grade-Niveau. Firmen geben diese Anleihen trotz der höheren Zinsen aus, weil sie ihr Eigenkapital und Rating verbessern. Der Coupon ist auch höher, weil die Laufzeit häufig unendlich ist. Jedoch gibt es fix definierte Kündigungstermine, meist fünf Jahre. Wird dieser nicht eingehalten, verfällt gemäss S&P die Anrechnung auf das Eigenkapital. Somit werden auch Firmen in Schieflage die Anleihen nahezu immer kündigen. ■

**Die Qual der Wahl**

Schweizer Anlegern steht an der SIX eine Vielzahl von in Franken kotierten Anleihen zur Verfügung – eine kleine Auswahl:

Art	Name	Emittent	ISIN	Rating	Rendite bis Fälligkeit in %	Fälligkeit	Coupon in %	Kurs in CHF	Spread in %
Staatsanleihe	4 EIDG AP 98-28	Eidgenossenschaft	CH0008680370	AAA	1,10	08.04.2028	4,000	114.86	0,72
Pfandbrief	VALIANT 0.375 12/06/27	Vallant	CH0391911770	AAA	2,19	06.12.2027	0,375	92.80	0,49
	ZKB 0.25 03/28/28 154	ZKB	CH1170565621	AAA	1,87	28.03.2028	0,250	92.75	0,54
Firmenanleihe	SWISSGRID 0 20-28	Swissgrid	CH0461239102	AA	2,18	30.06.2028	0,000	90.00	0,90
	LGT 0.375 19-28	LGT Bank	CH0484360372	A	2,52	05.07.2028	0,375	90.10	1,68
	HIAG 0.75 21-28	HIAG Immobilien	CH1112011585	BBB	3,15	30.06.2028	0,750	88.55	2,45
	DORMFI 3.75 22-27	Dormakaba Finance	CH1206367497	BBB	2,92	14.10.2027	3,750	103.95	0,34
	LOENZA 2.10 23-29	Lonza Swiss Finance	CH1243651994	BBB	2,06	12.09.2029	2,100	100.60	1,00
Firmenanleihe Ausland	BLACKSEA 0.35 21-27	Black Sea Trade & Development Bank	CH1148266237	A-	5,84	15.03.2027	0,350	81.50	6,80
	GRANDCIT 0.956 18-26	Grand City Properties	CH0401956872	BBB	5,32	01.09.2026	0,956	86.50	2,57
	MC DON 0.17 16-24	McDonald's Corporation	CH0338330456	BBB+	1,91	04.10.2024	0,170	97.65	0,41
	AAPL 0.75 15-30	Apple Inc.	CH0271171693	AA	1,95	25.02.2030	0,750	92.60	1,35
Fonds	AXA WF Euro Inflation Plus Fund								
	BANTLEON SELECT CORPORATE HYBRIDS (PT) CHF (Hedged)		LU2038756149						
ETF	iShares Core CHF Corporate Bond ETF CH		CH0226976816						
	iShares \$ Treasury Bond 1-3yr UCITS ETF CHF Hedged (Acc)		IF00BK7X7629						
	Vanguard Global Aggregate Bond UCITS ETF CHF Hedged Accumulating		IE00BG47KF31						

Quelle: SIX, per 22. März. Der Kurs von Anleihen wird in Prozent des Nennwerts angegeben.

ANZEIGE

Foto: PD; Illustration: Anne-Marie Pappas / Kombinatrotweiss für BILANZ

**GRYPS**  
Einfach gut fürs Geschäft.

**Schluss mit Uffff!**

**Markus H.**  
Co-Founder SchnellStart GmbH  
hatte einen harten Tag.

**Frag doch Gryps.**

Das Online-Portal für KMU – mit allem, was kleine Unternehmen brauchen. KMU-Ratgeber mit Vorlagen und Checklisten, Kurzberatung in Recht und Finanzen, Offertenvergleich für Infrastruktur und Dienstleistungen. **Jetzt loslegen: gryps.ch**