AT1-COCOS BLEIBEN ATTRAKTIV

Marketing Material für professionelle / institutionelle Investoren

AT1-Contingent Convertible Bonds (CoCos) waren im ersten Quartal dieses Jahres nach der Übernahme der Credit Suisse durch die UBS in den Schlagzeilen. Romain Miginiac, Head of Research bei Atlanti, ist der Ansicht, dass der AT1-Markt innerhalb der nachrangigen Schuldtitel europäischer Finanzunternehmen ungeachtet dessen lebensfähig und attraktiv bleibt.

Die von der Schweizer Aufsichtsbehörde FINMA verhängte vollständige Abschreibung der AT1-CoCos der Credit Suisse (CS) hat einen Schatten auf die Zukunft der Anlageklasse geworfen. Zu den unzähligen Argumenten, die nach dem bisher bedeutendsten Ereignis für den AT1-Markt ins Feld geführt wurden, gehören ein potenzieller Nachfragemangel nach AT1-Anleihen, von Anlegern geforderte deutlich höhere Risikoprämien und ein erschwerter Marktzugang der Banken. Auch wenn die erhöhte Volatilität noch andauern dürfte, während sich der Staub legt, ist es unserer Ansicht nach mittel- bis langfristig unwahrscheinlich, dass ein dauerhafter Schaden entsteht, da sich für die Inhaber von AT1-CoCo-Bonds europäischer und britischer Banken nichts wirklich geändert hat.

Die CS-Geschichte ist für den AT1-Markt nicht von entscheidender Bedeutung

Über die CS hinaus wurde in der Vergangenheit bereits das Ende des AT1-Marktes ausgerufen, sei es nach dem Bail-in der AT1-CoCos der Banco Popular im Jahr 2017 oder dem ersten Non-Call eines AT1 durch die Banco Santander im Jahr 2019. Diese Ereignisse sind inzwischen weitgehend vergessen, und die Anlageklasse hat sich weiterentwickelt. Die Abschreibung der AT1-CoCos der CS ist zweifellos das grösste Einzelereignis, das den Markt getroffen hat. Wir sind jedoch nicht der Meinung, dass es sich dabei um einen Game Changer handelt.

CS hatte Anfang 2023 einen Anteil von rund 8% am AT1-CoCo-Markt der europäischen Banken, mit ausstehenden Anleihen im Wert von USD 17 Mrd. (Nennwert [1]). Dies ist zwar ein Schlag für den Markt, aber die längerfristigen Verlustraten auf dem AT1-CoCo-Markt bleiben niedrig. Die CS und die Banco Popular waren die einzigen beiden Verlustereignisse in dem Jahrzehnt, in dem der AT1-Markt existiert, und die annualisierten Verlustraten über zehn Jahre bei AT1-Anleihen liegen bei etwa 1% pro Jahr, was im Vergleich zu den annualisierten Verlustraten von etwa 2,5% [2] bei globalen Hochzinsanleihen immer noch günstig ist. Wir glauben, dass die Anleger bereit sind, in Hochzinsanleihen mit niedrigeren Renditen als bei AT1-CoCos und höheren Verlustraten zu investieren, so dass die Attraktivität der Anlageklasse weiterhin gegeben zu sein scheint.

Die CS war zwar ein wichtiges Ereignis für den Markt, aber wir sind der Meinung, dass es nur begrenzt auf den Rest der Anlageklasse AT1 übertragbar ist. Die Vertrauenskrise, die schliesslich zur Übernahme durch die UBS führte, wurde durch grundlegende Probleme der CS ausgelöst. Die Bank machte 2022 Verluste (CHF 7 Milliarden Nettoverluste) und erwartete für 2023 weitere CHF 2 Milliarden Verluste, weshalb sie eine mehrjährige Restrukturierung einleitete. Keine andere europäische Grossbank befindet sich auch nur annähernd in der gleichen Situation; der Sektor dürfte 2023 hohe Gewinne erzielen. Betrachtet man die Konsensgewinnprognosen [3] für das Jahr 2023, so ist die CS die einzige Grossbank, für die im Jahr 2023 ein Verlust erwartet wird, verglichen mit einer durchschnittlich erwarteten Eigenkapitalrendite von 10% für die Konkurrenz.

Romain Miginiac
Fund Manager &
Head of Research,
Atlanticomnium

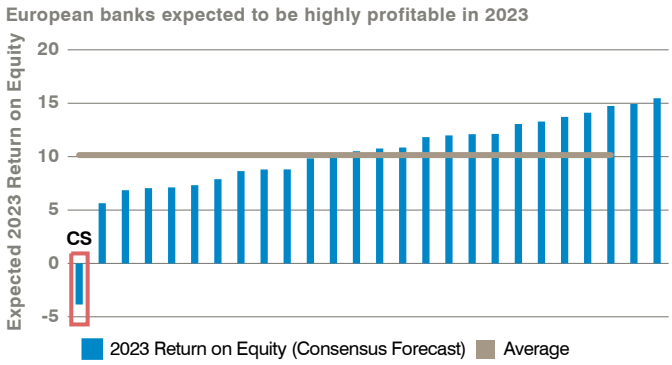
[1] Ab Januar 2023, Quelle: Atlanti, Bloomberg.

[2] Quelle: Moody›s, Stand: 31. Dezember 2022.

[3] Daten vom 21.04.2023; die für 2023 prognostizierte Eigenkapitalrendite basiert auf dem Bloomberg-Konsens für börsennotierte europäische Banken mit einer Bilanzsumme von 250 Mrd. USD oder mehr. Quelle: Bloomberg, Atlanti.

GAM Investments

Abbildung 1: CS war die Ausnahme im Bankensektor, da für die Zukunft eine hohe Rentabilität erwartet wird



Quelle: Bloomberg, Atlanti, Stand: 20.04.2023.

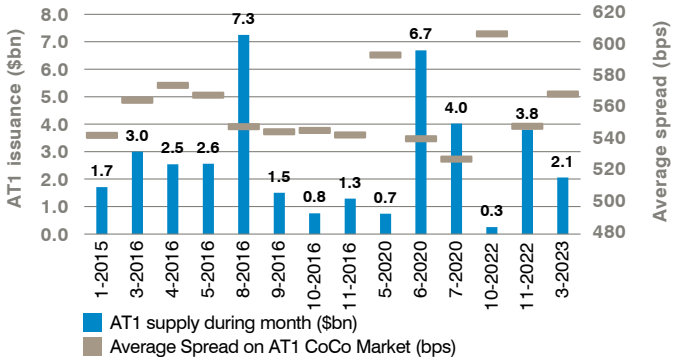
Zusätzlich zu der sehr spezifischen Natur des CS-Falles wurde die Möglichkeit, die AT1-Anleihen der CS abzuschreiben, ohne dass das Eigenkapital vollständig vernichtet wird, durch die für die Schweiz spezifischen regulatorischen und rechtlichen Überlegungen bestimmt. Die Aufsichtsbehörden in der EU und im Vereinigten Königreich reagierten rasch auf das Ereignis, indem sie klar feststellten, dass die Gläubigerhierarchie respektiert wird, was beispielsweise in der EU gesetzlich vorgeschrieben ist.

Wie sieht die Zukunft des AT1-Marktes aus? Getroffen, aber nicht gesunken

Der vielleicht wichtigste Teil der gemeinsamen Erklärung von SRB, EBA und EZB (EU-Regulierungs- und Aufsichtsbehörden) vom 20. März war der letzte Satz: «Das zusätzliche Kernkapital ist und bleibt ein wichtiger Bestandteil der Kapitalstruktur der europäischen Banken».[4] Die Bestätigung, dass AT1 ein Kernbestandteil des regulatorischen Rahmens in Europa ist, ist ein starkes Signal, dass der Markt nicht sterben wird. Starke Verwerfungen auf den Märkten könnten kurzfristig zu unerschwinglichen Emissionskosten führen, aber es ist unwahrscheinlich, dass dadurch die Lebensfähigkeit der Anlageklasse gefährdet wird.

Wenn wir einen Schritt zurückgehen, ist es wichtig zu betonen, dass AT1-Anleihen zwar als eine teure Form von Schuldtiteln angesehen werden können, aber für Banken in Wirklichkeit eine kostengünstige Form von Eigenkapital darstellen. Die Regulierung ist die wichtigste Triebkraft für die Emission, da die Banken einen Teil ihres Kapitalbedarfs mit AT1 anstelle von Stammaktien decken dürfen. Daher sind AT1-Anleihen wirtschaftlich attraktiv, wenn ihre Kosten unter den Eigenkapitalkosten der Banken liegen, wobei zu beachten ist, dass die Kupons meist steuerlich absetzbar sind. Wir haben in der Vergangenheit Emissionen mit zweistelligen Kupons und wesentlich höheren Spreads im Vergleich zum aktuellen Niveau gesehen. So emittierte BBVA im Jahr 2016 einen auf EUR lautenden AT1-CoCo zu einem Spread von mehr als 900 Basispunkten, was deutlich über dem Niveau liegt, zu dem der Emittent heute wahrscheinlich eine neue AT1-Anleihe begeben könnte. Auch wenn die aktuellen Marktbedingungen für Emittenten weniger günstig sind, ist dies kein Neuland. Seit 2014 wurden AT1-CoCos im Wert von mehr als USD 30 Mrd. zu einem Zeitpunkt emittiert, als die Spreads bei oder über den aktuellen Spreads von ~550 Basispunkten lagen.

Abbildung 2: Der AT1-Markt war unter ähnlichen Marktbedingungen geöffnet



Quelle: Bloomberg, Atlanti, Daten vom 21.04.2023.

Insgesamt spricht wenig dafür, dass AT1-Anleihen zu einer «verwaisten» oder «Zombie»-Anlageklasse werden; der Markt hat in der Vergangenheit bereits Spread-Ausweitungen erlebt, bei denen Emittenten bereit waren, trotz relativ hoher Spreads an den Markt zu gehen.

Attraktive Bewertungen für AT1-Anleihen - Impulsgeber in Sicht

Die Bewertungen von AT1-CoCos europäischer Banken sind derzeit völlig durcheinander, mit zweistelligen Renditen und Spreads nahe dem 90th Perzentil. Bei einer durchschnittlichen Rendite von 10,7% und einem Spread von etwa 550 Basispunkten ist die Anlageklasse äusserst attraktiv. In der Vergangenheit waren die Gesamtrenditen in den nächsten zwölf Monaten bei derart hohen Spreads kräftig, oft zweistellig (siehe Tabelle 1). Die Vorhersage künftiger Renditen ist mit erheblicher Unsicherheit verbunden. Die Durchschnittsrendite der Anlageklasse von 10,7% bietet jedoch einen beträchtlichen Ertragspuffer. Zusätzlich zu den hohen Erträgen sollten unserer Meinung nach zwei bevorstehende Impulsgeber der Anlageklasse Rückenwind verleihen.

[4] Quelle : EBA, 20. März 2023 SRB, EBA und EZB Bankenaufsichtserklärung zur Ankündigung vom 19. März 2023 der Schweizer Behörden | European Banking Authority (europa.eu)

Tabelle 1: Hohe Spreads bei AT1-Anleihen haben in der Regel zu hohen Gesamtrenditen geführt

Datum	Spread (bps)	Gesamtrendite - 1 Jahr
11.03.2020	509	14.3%
03.01.2019	519	21.8%
03.02.2016	559	14.4%
15.10.2014	558	8.0%

Quelle: Atlanticomnium, Bloomberg, Spread und Gesamtrendite auf Basis des Bloomberg European Banks CoCo Tier 1 Index hedged USD. Stand: 21.04.2023. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Impulsgeber 1 - Q1 - Ergebnisse als Erinnerung an die Fundamentaldaten der Banken

Der erste offensichtliche Impulsgeber - und zwar ein unmittelbarer - ist die bevorstehende Veröffentlichung der Bankergebnisse für das erste Quartal 2023. Interessanterweise wäre das wahrscheinlichste und beste Ergebnis für Anleihegläubiger der Status quo - eine Erinnerung daran, dass: (1) die Banken weiterhin über die Erträge der höheren Zinsen profitieren; (2) die Kapitalausstattung und die Qualität der Aktiva nach wie vor stark sind; und (3) spezifische Bedenken hinsichtlich der Liquidität und der Einlagenströme für grosse europäische Banken unbegründet sind. Wie bereits erwähnt, hat sich für Anleger in AT1-CoCos europäischer Banken nichts geändert, und die Anzeichen von Stärke bei den Erträgen des ersten Quartals werden nur die eklatante Diskrepanz zwischen Bewertungen und Fundamentaldaten hervorheben.

Die europäischen Banken sind mit grundsoliden Bilanzen in diese Zeit der Unsicherheit gegangen. Es wird erwartet, dass die Kapitalkennzahlen in Q1 sehr stark bleiben. Die Kapitalquoten der europäischen Banken sind so hoch wie nie zuvor - nach Angaben der Europäischen Zentralbank (EZB) beträgt die durchschnittliche CET1-Quote bis Ende 2022 15,3%, verglichen mit einer durchschnittlichen Mindestanforderung von etwa 10%. Dies entspricht etwa EUR 450 Mrd. an überschüssigem Kapital für die EU-Banken zum Schutz der Anleihegläubiger.

Eine Erinnerung daran, dass Banken kräftig von höheren Zinsen profitieren, kann nicht schaden, da sich der Rückenwind für die Erträge auch im ersten Quartal widerspiegeln dürfte. So wird beispielsweise für HSBC im Jahr 2023 eine Eigenkapitalrendite von 13% erwartet, verglichen mit einem Durchschnitt von rund 6% in den letzten drei Jahren (2020 bis 2022). Dies entspricht einem Gewinnanstieg vor Rückstellungen von USD 15 Mrd. auf rund USD 37 Mrd. pro Jahr. Die zusätzlichen USD 15 Mrd. sind ein wesentlicher Puffer, um einen möglichen Anstieg notleidender Kredite im Falle einer Rezession aufzufangen. Die Kupons auf die AT1-Instrumente der HSBC würden automatisch annulliert, wenn die Bank ihre aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen nicht erfüllt. Bei einem Gewinn vor Rückstellungen von rund USD 37 Mrd. und einem Kapitalüberschuss von USD 28 Mrd. müsste die Bank jedoch mehr als USD 60 Mrd. an Rückstellungen für Kreditausfälle und andere Verluste vornehmen, damit die Kupons gefährdet wären. Rückenwind bei den Gewinnen erhöht den Schutz für Anleihegläubiger zusätzlich zu den umfangreichen Puffern an Überschusskapital.

Der Liquiditätspuffer und die Einlagenbasis der Banken werden angesichts der jüngsten Turbulenzen im US-Bankensystem genau unter die Lupe genommen. Der Zusammenbruch der SVB und die Probleme im Zusammenhang mit nicht realisierten Verlusten in den Wertpapierportfolios der Banken in den USA haben jedoch keine Auswirkungen auf die europäischen Banken. In Europa werden die liquiden Mittel der Banken hauptsächlich in Form von Bargeld bei der Zentralbank (Tagesgeld) gehalten, und die Bestände an Anleihen mit längeren Laufzeiten werden in der Regel durch Swaps abgesichert. Darüber hinaus ist die Einlagenbasis der europäischen Banken in der Regel sehr granular und relativ starr, wobei ein erheblicher Teil der versicherten Einlagen von privaten Haushalten stammt. Einer der Hauptgründe für die Probleme in den USA war das Fehlen einer strengen Regulierung für nicht systemrelevante Banken, da die SVB weder Stresstests noch Liquiditätsanforderungen unterlag und nur minimale Eigenkapitalanforderungen hatte. Der gesamte Bankensektor in Europa unterliegt einer sehr strengen Regulierung, sowohl kleinere inländische Banken als auch grosse systemrelevante Banken.

Während sich die Qualität der Aktiva der Banken mit rekordverdächtig niedrigen Quoten notleidender Kredite (NPL) als äusserst robust erwiesen hat, dürften sich die Ergebnisse des ersten Quartals auf das Engagement in bestimmten Sektoren wie Gewerbeimmobilien konzentrieren. Die europäischen Banken haben insgesamt ein begrenztes Engagement in diesem Sektor - weniger als 10% des gesamten Kreditvolumens. Im Einklang mit der strukturellen Risikominderung des Sektors seit der globalen Finanzkrise und der Krise in der Eurozone haben die europäischen Banken ihre Zeichnungskriterien für den gewerblichen Immobiliensektor deutlich verschärft. Die Engagements sind in der Regel gut diversifiziert mit begrenzten Konzentrationsrisiken, haben niedrige Beleihungsquoten und konzentrieren sich wahrscheinlich auf die qualitativ besseren Kreditnehmer. Dies kann zwar zu einer gewissen Volatilität bei den Rückstellungen für Kreditausfälle führen, doch dürfte dies im Grossen und Ganzen nicht ins Gewicht fallen.

Impulsgeber 2 - Die Mehrheit der AT1-Anleihen wird wahrscheinlich zu ihrem ersten Abruftermin abgerufen werden

Wie bereits erwähnt, waren die europäischen Banken seit Beginn des Marktes bereit, AT1-CoCos unter ähnlichen Marktbedingungen zu begeben. Da die Banken jedoch im Grossen und Ganzen eine ausreichende Menge an AT1-Anleihen gemäss den Regulierungsvorschriften emittiert haben, wird die überwiegende Mehrheit der neuen AT1-Anleihen zur Refinanzierung gekündigter Instrumente ausgegeben. Bei schwacher Stimmung rückt das Verlängerungsrisiko (das Risiko, dass Anleihen nicht gekündigt werden und für immer ausstehen) wieder in den Mittelpunkt aufgrund der Befürchtung, dass AT1-Anleihen nicht gekündigt werden, da eine Neuemission teurer wäre als die Beibehaltung bestehender Anleihen.

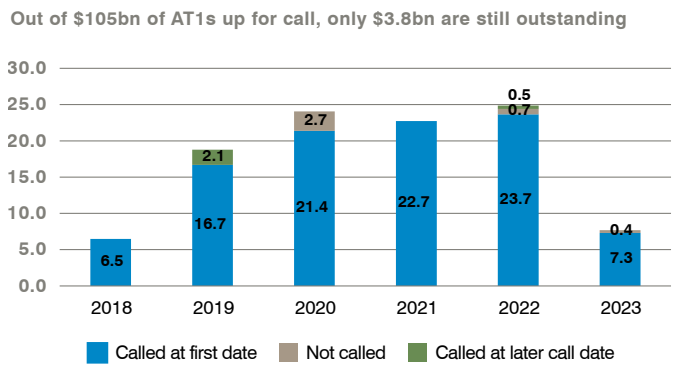
In einer Welt, in der die europäischen Banken bei ihren Entscheidungen über eine Kündigung nur die Refinanzierungskosten für ein bestimmtes Instrument berücksichtigen würden, könnte eine solche Neufestsetzung des Preises für eine ewige Rente gerechtfertigt sein. Glücklicherweise wäre die Refinanzierung der meisten AT1-CoCos kostspieliger; die meisten werden wahrscheinlich trotzdem zum ersten Kündigungstermin fällig. Die Erfahrung hat gezeigt, dass Nicht-Kündigungen bisher die Ausnahme waren, und mehr als 90% der AT1-CoCos seit Beginn des Marktes zu ihrem ersten Kündigungstermin gekündigt wurden. Die Kündigung eines AT1-CoCos und die Refinanzierung zu höheren Kosten mag zwar nicht eingängig erscheinen, doch neigen europäische Banken dazu, bei Kündigungsentscheidungen einen langfristigen Ansatz zu verfolgen. Grosse europäische Banken sind häufige Emittenten auf den Anleihemärkten. HSBC beispielsweise rechnet damit, mittelfristig jährlich vor- und nachrangige Schuldtitel in Höhe von USD 15 bis 20 Mrd. zu begeben. Während eine Einsparung von 100 Basispunkten bei AT1-Anleihen im Wert von USD 1 Mrd. höchstwahrscheinlich einen Rundungsfehler in der Gewinn- und Verlustrechnung der Bank darstellen würde, wäre eine umfassendere Preisanpassung des gesamten Schuldenstapels der Bank im Wert von USD 150 Mrd. von grösserer Bedeutung. Da Anleger in AT1-Anleihen auch andere vorrangige und nachrangige Bankanleihen halten können, spricht einiges dafür, dass ein freundliches Verhalten gegenüber Anleihegläubigern langfristig zu niedrigeren Finanzierungskosten beiträgt. Zwar ist es unwahrscheinlich, dass Emittenten bereit sind, sich zu zusätzlichen Kosten zu refinanzieren, doch haben wir konkrete Beispiele von Emittenten gesehen, die bereit waren, für eine Kündigung und Refinanzierung «draufzuzahlen».

Der AT1-Markt neigt dazu, dem Verlängerungsrisiko zu hohe Bedeutung beizumessen, wenn sich die Spreads erheblich ausweiten. Derzeit werden mehr als 90% der AT1-CoCos so bewertet, als würden sie nicht abgerufen werden[5]. Wir haben in der Vergangenheit mehrfach Höchststände bei der Bewertung des Verlängerungsrisikos gesehen (2016, 2018, 2020 und 2022), und dennoch wurden die meisten AT1-Anleihen fällig. Während der Markt ein Szenario einpreist, bei dem die Mehrheit der AT1-Anleihen nicht gekündigt wird, sind die einzigen AT1-Anleihen, die wirklich Gefahr laufen, nicht gekündigt zu werden, diejenigen, die innerhalb der nächsten Monate gekündigt werden können. Dabei handelt es sich in der Regel um einen kleinen Teil des Marktes. So stehen beispielsweise für den Rest des Jahres 2023 AT1-CoCos im Wert von rund USD 11 Mrd. zur Kündigung an, verglichen mit etwa USD 200 Mrd. an ausstehenden AT1-Anleihen. CFOs und Treasurer werden in der Regel versuchen, diese bis zu zwölf Monate vor dem Fälligkeitsdatum zu refinanzieren - daher sind die Spreads heute für einen AT1 mit einem Fälligkeitsdatum im Jahr 2026 zum Beispiel irrelevant. Schliesslich verfügen grosse Banken über einen grossen Spielraum bei der Entscheidung über die Kündigung, da sie Anleihen weit im Voraus refinanzieren oder überschüssiges Eigenkapital zur Deckung der Kündigung eines AT1-CoCo verwenden können. Wir haben gesehen, dass UBS diesen Ansatz gewählt hat, als sie eine AT1-Anleihe im Januar 2023 ersatzlos kündigte. Beachten Sie, dass sich die Spreads in den letzten zwölf Monaten deutlich eingeengt haben, was den Banken die Möglichkeit eröffnete, ihre Calls unter besseren Marktbedingungen zu refinanzieren.

Die Folgen einer nicht erfolgten Kündigung werden in der Regel ebenfalls überschätzt, denn es gibt (wenn auch begrenzte) Belege dafür, dass nicht gekündigte AT1-CoCos kurz darauf gekündigt wurden. Die Banco Santander hat ihren AT1-CoCo nur ein Jahr nach dem ersten Kündigungstermin gekündigt, und die Banco Sabadell hat kürzlich nach einem kurzen Quartal der Verlängerung gekündigt. AT1-Anleihen können nach dem ersten Kündigungstermin häufig gekündigt werden (in der Regel vierteljährlich, jährlich oder alle fünf Jahre), so dass die ewige Rente recht kurz sein kann.

Insgesamt gehen wir davon aus, dass die europäischen Banken AT1-Anleihen weiterhin zum ersten Kündigungstermin kündigen werden und dass die Nichtkündigung die Ausnahme bleiben wird. Die jüngsten Turbulenzen sprechen eher dafür, dass AT1-Anleihen gekündigt werden sollten, denn die Kündigung ist die beste Selbsthilfemassnahme, die Banken ergreifen können, um die Rückkehr zu einem normalisierten Markt zu unterstützen. Ein effizienter AT1-Markt liegt im besten Interesse von Emittenten, Anlegern und Aufsichtsbehörden, da er Anreize für Massnahmen schafft, die die Bedenken der Anleger hinsichtlich dieser Anlageklasse zerstreuen. Im Jahr 2023 wurde nur ein AT1- CoCo nicht gekündigt, während der Rest zum ersten Kündigungstermin gekündigt wurde. Etwa zwei Drittel der verbleibenden AT1-Anleihen, die in diesem Jahr abgerufen werden können, werden wahrscheinlich abgerufen, da sie bereits vorfinanziert sind oder von grossen Emittenten begeben wurden, die grosse Puffer an Überschusskapital nutzen könnten.

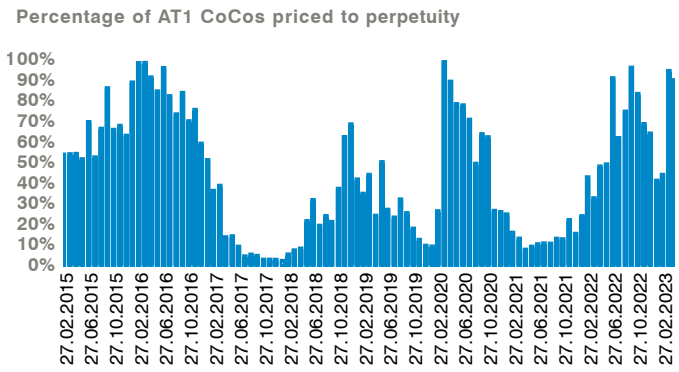
Abbildung 3: In der Vergangenheit wurden mehr als 90% der AT1 CoCos zu ihrem ersten Kündigungstermin gekündigt



Quelle: Bloomberg, Atlanti, Stand: 21.04.2023.

[5] Quelle: Atlanti, Bloomberg, Stand: 21. April 2023

Abbildung 4: Die Märkte preisen ein, dass mehr als 90% der AT1-CoCos bei ihrem ersten Kündigungstermin nicht gekündigt werden



Quelle: Bloomberg, Atlanti, Stand: 21.04.2023.

Mindestens 75% der AT1-Anleihen werden wahrscheinlich 2023 fällig, während 90% der AT1-Anleihen mit Verlängerungsrisiko bepreist sind; eine weitere Verwerfung. Da die Mehrheit der AT1-Anleihen weiterhin zum ersten Kündigungstermin gekündigt wird, erwarten wir, dass dies als starker Impulsgeber für die Neubewertung der Anlageklasse bis zur Kündigung wirken wird, was zu einem erheblichen Aufwärtspotenzial führen würde.

AT1s sind lebendig und wohlauf - so auch der Rest des Marktes für nachrangige Schuldtitel

Mit zweistelligen Renditen und niedrigen historischen Verlustraten, die durch die soliden Fundamentaldaten der europäischen Banken und das begrenzte Verlängerungsrisiko untermauert werden, bieten AT1-Anleihen unserer Ansicht nach weiterhin einen hohen Wert. Auch wenn die Volatilität anhalten dürfte, sind die Erträge und die anstehenden AT1-Aufrufe solide Impulsgeber für eine Neubewertung der Anlageklasse in naher Zukunft. Neben den AT1-Anleihen sind wir der Ansicht, dass die Märkte für nachrangige Schuldtitel im Allgemeinen einen hohen Wert bieten, sei es im Rahmen von Tier-2-Anleihen von Banken, nachrangigen Schuldtiteln von Versicherungen oder hybriden Unternehmensanleihen.

Innerhalb der Märkte für nachrangige Schuldverschreibungen sind AT1-Anleihen die nachrangigsten innerhalb der Kapitalstruktur, was die aufsichtsrechtliche Einstufung betrifft, und zeichnen sich hauptsächlich durch vollständig diskretionäre und nicht kumulative Kupons und explizite Abschreibungsauslöser aus. Im Vergleich dazu sind beispielsweise Tier-2-Anleihen von Banken mit obligatorischen Kupons und ohne mechanische Abschreibungsauslöser freundlicher für Anleihegläubiger. Natürlich weisen die höherrangigen Teile der Kapitalstruktur eine geringere Volatilität im Vergleich zu AT1-CoCos auf.

Unserer Meinung nach ist ein diversifiziertes Portfolio nachrangiger Schuldtitel sowohl im Hinblick auf das Risikomanagement als auch auf die Nutzung der besten Chancen am Markt hilfreich. Ein Beispiel: Auf Euro lautende Tier-2-Anleihen von Banken und Versicherern fielen im März 2023 um rund 2%, während auf Euro lautende AT1-CoCos im schlimmsten Fall um rund 14% fielen (der niedrigste Punkt wurde am 20. März 2023 erreicht). Während AT1-CoCos in der Regel die höchsten Renditen bieten, besitzen andere nachrangige Anleihen sehr attraktive risikobereinigte Renditen.

Wichtige Hinweise und Informationen:

Die hierin enthaltenen Informationen dienen lediglich zu Informationszwecken und stellen keine Anlageberatung dar. Die hierin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen können sich ändern und spiegeln die Sichtweise von GAM im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld wider. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen wird keine Haftung übernommen. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends.** Die erwähnten Finanzinstrumente dienen lediglich der Veranschaulichung und sind nicht als direktes Angebot, Anlageempfehlung oder Anlageberatung oder als Aufforderung zur Investition in ein Produkt oder eine Strategie von GAM zu verstehen. Die Erwähnung eines Wertpapiers stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dieses Wertpapiers dar. Die aufgeführten Wertpapiere wurden aus dem von den Portfoliomanagern abgedeckten Wertpapieruniversum ausgewählt, um dem Leser ein besseres Verständnis der dargestellten Themen zu ermöglichen. Die aufgeführten Wertpapiere werden nicht notwendigerweise von einem der Portfolios gehalten und stellen keine Empfehlungen der Portfoliomanager dar.

Es wird keine Garantie oder Zusicherung gegeben, dass die Anlageziele erreicht werden. Der Wert von Anlagen kann sowohl steigen als auch fallen. Die Ergebnisse der Vergangenheit sind nicht unbedingt ein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Anleger können ihre Anlagen ganz oder teilweise verlieren.

Verweise auf Indizes und Benchmarks sind hypothetische Darstellungen von Gesamtrenditen und spiegeln nicht die Performance einer tatsächlichen Anlage wider. Anleger können nicht in Indizes investieren, die nicht den Abzug der Gebühren des Anlageverwalters oder anderer Handelskosten widerspiegeln. Solche Indizes werden nur zu Illustrationszwecken zur Verfügung gestellt. Indizes werden nicht verwaltet und es fallen keine Verwaltungsgebühren, Transaktionskosten oder andere mit einer Anlagestrategie verbundene Kosten an. Daher sind Vergleiche mit Indizes nur bedingt möglich. Es kann nicht garantiert werden, dass ein Portfolio einem bestimmten Index oder einer Benchmark entspricht oder diese übertrifft.

Diese Präsentation enthält zukunftsgerichtete Aussagen in Bezug auf die Ziele, Möglichkeiten und die künftige Entwicklung des US-Marktes im Allgemeinen. Zukunftsgerichtete Aussagen können durch die Verwendung von Wörtern wie «glauben», «erwarten», «antizipieren», «sollten», «geplant», «geschätzt», «potenziell» und anderen ähnlichen Begriffen gekennzeichnet sein. Beispiele für zukunftsgerichtete Aussagen sind u.a. Schätzungen in Bezug auf die Finanzlage, die Betriebsergebnisse und den Erfolg oder Misserfolg einer bestimmten Anlagestrategie. Sie unterliegen verschiedenen Faktoren, einschließlich, aber nicht beschränkt auf allgemeine und lokale wirtschaftliche Bedingungen, Veränderungen des Wettbewerbs innerhalb bestimmter Branchen und Märkte, Änderungen der Zinssätze, Änderungen in der Gesetzgebung oder Regulierung sowie andere wirtschaftliche, wettbewerbsbezogene, staatliche, regulatorische und technologische Faktoren, die sich auf die Geschäftstätigkeit eines Portfolios auswirken und dazu führen können, dass die tatsächlichen Ergebnisse erheblich von den prognostizierten Ergebnissen abweichen. Solche Aussagen sind zukunftsorientiert und beinhalten eine Reihe von bekannten und unbekannten Risiken, Ungewissheiten und anderen Faktoren, und dementsprechend können die tatsächlichen Ergebnisse erheblich von denen abweichen, die in solchen zukunftsorientierten Aussagen widergespiegelt oder in Erwägung gezogen werden. Potenzielle Anleger werden darauf hingewiesen, dass sie sich nicht auf zukunftsgerichtete Aussagen oder Beispiele verlassen sollten. Weder GAM noch eine seiner Tochtergesellschaften oder Direktoren noch eine andere natürliche oder juristische Person übernimmt eine Verpflichtung, zukunftsgerichtete Aussagen aufgrund neuer Informationen, späterer Ereignisse oder anderer Umstände zu aktualisieren. Alle hierin gemachten Aussagen beziehen sich nur auf das Datum, an dem sie gemacht wurden.

ID 2931 25/04/2023