

KREDITGEBER IN FÜHRENDER POSITION: ARGUMENTE FÜR GRÜNE ANLEIHEN EUROPÄISCHER BANKEN ZUR UNTERSTÜTZUNG DER ÖKOLOGISCHEN WENDE

Zusammenfassung

Grüne Anleihen europäischer Banken können Anlegern eine positive Umwelteinwirkung bieten, während sie zugleich von der sehr hohen Bonität der Emittenten profitieren.

Angesichts der dominierenden Rolle der europäischen Banken bei der Finanzierung von Unternehmen und Privatpersonen ist die Ökologisierung des Bankensektors von entscheidender Bedeutung für die Unterstützung der ökologischen Wende.

Die Investition in grüne Anleihen von Banken ist eine hervorragende Chance, Banken dabei zu unterstützen, ihre zunehmend ehrgeizigen grünen Finanzierungsziele zu erreichen.

Die Regulierung wirkt wie ein Katalysator für Banken, den Umfang grüner Finanzierungen auszuweiten. Sie führt auch dazu, was von gleicher Bedeutung ist, dass Banken ihre Bestandskunden unter Druck setzen, glaubwürdige Umweltstrategien umzusetzen – ein wichtiger Faktor, um die gesamte Wirtschaft grüner zu machen.

Ein aktives Management ist von grösster Bedeutung, um die Investitionen in qualitativ hochwertige grüne Anleihen zu gewährleisten und Anleihen ohne echten Nachhaltigkeitszweck zu meiden. Dies erfordert eine eingehende Analyse auf Emittenten-, Anleihen- und Projektebene.

1. Europäische Banken sind bei der Ausweitung der Emission grüner Anleihen dem weltweiten Trend gefolgt

Das weltweite Emissionsvolumen grüner Anleihen steigt kontinuierlich. Kumuliert hat das Volumen bereits die Marke von 1 Billion USD überschritten, davon allein im Jahr 2020 knapp 300 Mrd. USD.

Die starke Dynamik wurde durch die zunehmend ehrgeizigen Umweltstrategien der Emittenten und den Druck der Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden zur Bekämpfung des Klimarisikos unterstützt und traf letztlich auf eine ausgeprägte Anlegernachfrage.

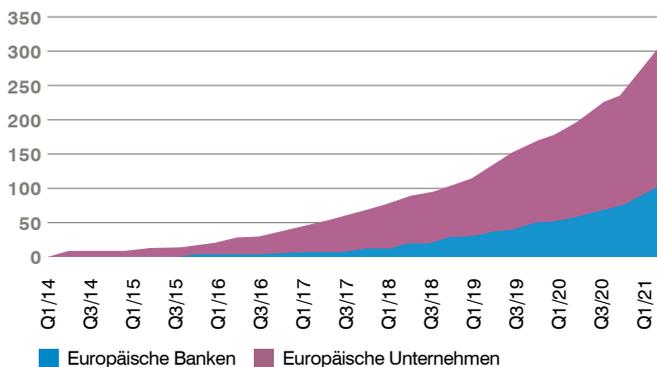


Romain Miginiac
Co-Fund Manager
of GAM Sustainable
Climate Bond Fund
& Head of Research,
Atlanticomnium

Europäische Banken spielen im Bereich der grünen Anleihen definitiv seit geraumer Zeit eine aktive Rolle. Das Marktvolumen, angetrieben von einem Rekordwert an Emissionen in Höhe von 33 Mrd. USD allein in der ersten Jahreshälfte 2021, erreichte zum Ende des ersten Halbjahres ein Gesamtvolumen von insgesamt 100 Mrd. USD (Stand vom 30.06.2021, Quelle: ATL, BBG). Banken emittierten grüne Anleihen in einem höheren Tempo als sonstige europäische Unternehmen, wobei grüne Anleihen von Banken mittlerweile einen Marktanteil von 35 % aufweisen, verglichen mit 28 % beim breiten Unternehmensindex (Barclays Bloomberg Euro-Aggregate Corporate Index, Stand 30.06.2021). Banken haben Umweltstrategien umgesetzt, die im Einklang mit dem „Netto-Null-Ziel“ bis zum Jahr 2050 stehen und die in vielen Fällen durch quantitative Ziele für eine grüne/nachhaltige Finanzierung untermauert werden.

Die kürzlich gegründete „Net Zero Banking Alliance“, die Banken aus aller Welt mit Gesamtvermögenswerten in Höhe von 30 Billionen USD umfasst, steht für eine starke Verpflichtung des Bankensektors, glaubwürdige Netto-Null-Strategien festzulegen, die auf das Pariser Abkommen ausgerichtet sind (Temperaturanstieg bis zum Ende des Jahrhunderts deutlich unter 2 Grad Celsius, vorzugsweise unter 1,5 Grad Celsius). Die Emission grüner Anleihen sind daher ein natürliches Instrument zur Unterstützung der Pipeline grüner Anlagen.

Abbildung 1: Die Emission grüner Anleihen durch europäische Banken hat sich beschleunigt (in Mrd. USD – kumuliert)



Quelle: Bloomberg, Atlanticonium, Stand der Daten: 30.06.2021.

Bevor wir näher darauf eingehen, weshalb wir grüne Anleihen als wirksames Instrument für jene Anleger erachten, die sowohl eine bedeutende Umwelteinwirkung als auch attraktive Renditen erzielen möchten, ist es wichtig, die Funktionsweise grüner Anleihen zu verstehen.

NACHHALTIGKEIT MIT GLAUBWÜRDIGKEIT

Bedauerlicherweise existieren trotz der Einführung von Grundsätzen für grüne Anleihen und der vom Markt vorangetriebenen Initiativen keine gesetzlichen Anforderungen dazu, was eine grüne Anleihe definiert, und es kommt am Markt daher häufig zu „Greenwashing“. Da der Markt für grüne Anleihen wächst, ist es nach unserer Ansicht von entscheidender Bedeutung, dass die Eigentümer dieser Anlagen aktiv sicherstellen, dass die Erlöse in echte grüne Projekte fließen.

Aus diesem Grund bezieht GAM mehrere Analyseebenen in seinen [Bewertungsansatz für grüne Anleihen](#) ein.

Unser Bewertungsansatz mit Analysen auf drei Ebenen basiert auf den Green Bond Principles der ICMA. Wir überprüfen nicht nur das Profil des Emittenten auf eine klare und glaubwürdige Umweltstrategie, sondern analysieren darüber hinaus die Prozesse und die Governance im Hinblick auf die Allokation der aus der Anleihe erzielten Emissionserlöse, um sicherzustellen, dass diese in glaubwürdige grüne Vermögenswerte oder Projekte fließen. Ferner bewerten wir auf Asset-Ebene, ob es eine bedeutende positive Umwelteinwirkung in Einklang mit den Zielen des Pariser Abkommens gibt. Dabei stützen wir uns auf quantitative Daten Dritter.

Insbesondere bei der letztgenannten Analyseebene ist dies leichter gesagt als getan.

Bei der Berichterstattung über den vermiedenen Netto-CO₂-Ausstoss eines Solarparks in Spanien geben einige Methoden beispielsweise die „vermiedenen Tonnen an CO₂-Ausstoss“ im Vergleich zur Stromerzeugung an, die bei der Produktion durch ein Kohlekraftwerk erzeugt werden. So erhält man eine grosse, aber nach unserer Überzeugung eher unredliche Zahl. Aus diesem Grund wählten wir eine Methode, die „vermiedene Tonnen an CO₂-Ausstoss“ in Relation zur äquivalenten Stromerzeugung auf der Basis des durchschnittlichen Energiemix in Spanien beschreibt und auch diejenigen CO₂-Emissionen widerspiegelt, die bei der Herstellung der Solarpark-Technologie entstehen. Dies ergibt eine kleinere, jedoch realistischere Zahl.

Um unsere Wirkungsberichterstattung (Impact Reporting) so hochwertig wie möglich zu gestalten, arbeiten wir mit dem spezialisierten Datenanbieter [Carbone 4](#) zusammen. Mit seiner Unterstützung berechnen wir Umweltkennzahlen auf Fondsebene, wobei die vollständige Methodik und die Annahmen für die Anleger auf Anfrage erhältlich sind.

Das bedeutet, wir können mit Zuversicht behaupten, dass 10 Mio. EUR, die in unsere Strategie für nachhaltige Klimaanleihen (Sustainable Climate Bond Strategy) investiert werden, Energielösungen und Technologieprojekte finanzieren, die dazu beitragen, den CO₂-Ausstoss in einer Grössenordnung zu verringern, die einer 212-fachen Erdumrundung eines Autos oder 10.000 renovierten europäischen Häusern entspricht.

Aus einer reinen Risiko-Rendite-Perspektive betrachtet sind grüne und nicht-grüne Anleihen praktisch identisch. Grüne Anleihen werden in der Regel als vorrangige unbesicherte Anleihen begeben (können jedoch auch nachrangig oder anderweitig gestaltet sein), und weisen das gleiche Kreditrisiko, die gleichen Ratings sowie die gleiche Struktur wie nicht-grüne Anleihen auf. Der entscheidende Unterschied besteht in der Verwendung des durch die Ausgabe der Anleihe aufgenommenen Kapitals (zu welchen Zwecken der Emittent das Kapital verwenden darf). Während nicht-grüne Anleihen typischerweise für „allgemeine Unternehmenszwecke“ Kapital aufnehmen, dürfen die Mittel aus grünen Anleihen ausschliesslich zur Finanzierung von Vermögenswerten oder Projekten mit positiver Umweltwirkung verwendet werden. Zu den für eine Finanzierung geeigneten Kategorien von Vermögenswerten oder Projekten zählen in der Regel erneuerbare Energien, umweltfreundliche Gebäude, nachhaltiger Verkehr, Forstwirtschaft usw., die alle eine positive Klimawirkung haben. Aus Anlegerperspektive bedeutet dies Transparenz über die Verwendung der aufgebrachten Barmittel und stellt einen direkten Zusammenhang zwischen der Emission von Anleihen und der Klimawirkung her.

Ein wichtiger Aspekt, den es zu beachten gilt, ist, dass das Kapital zwar zur Finanzierung dieser geeigneten Vermögenswerte bestimmt ist, **die Anleihegläubiger jedoch das Kreditrisiko des Emittenten und nicht das der zugrunde liegenden grünen Projekte** oder Vermögenswerte tragen. Anleihegläubiger haben keinen Rückgriff auf die grünen Vermögenswerte, und in der Gläubigerhierarchie sind grüne und nicht-grüne Anleihen gleichrangig. Im Falle eines Zahlungsausfalls des Emittenten wäre die Rückzahlung für Gläubiger grüner und nicht-grüner vorrangiger unbesicherter Anleihen identisch. **Grüne Anleihen sind im Wesentlichen keine Verbriefungen, und die Verbindung zwischen Emission und Wirkung besteht in der Verwendung der Emissionserlöse.** Aus Sicht der Anleihegläubiger beurteilen wir dies als positiv. **Die Anleger profitieren von der Transparenz bei der Mittelverwendung und einer spürbaren Wirkung, ohne Bonitätsnachteile akzeptieren zu müssen.** Grüne Anleihen sorgfältig ausgewählter europäischer Banken bieten Anlegern eine positive Wirkung, während sie zugleich von einer grundsoliden Bonität profitieren. Dies ist insbesondere deshalb wichtig, da Banken Projekte mit hoher Wirkung, aber höherem Ausfallrisiko finanzieren, wie kleine und mittlere Unternehmen (KMU) oder spezifische kleinere grüne Projekte – hier profitieren die Anleger von der hohen Wirkung, vermeiden jedoch das höhere Ausfallrisiko einzelner Projekte.

Grüne Anleihen von Banken unterscheiden sich nicht von grünen Anleihen von Unternehmen. Der einzige kleine Unterschied besteht darin, dass Banken grüne Vermögenswerte wie Windparks nicht direkt kaufen, sondern ihren Kunden, die an derartigen grünen Projekten beteiligt sind, Finanzierungen bieten. Banken bieten beispielsweise Finanzierungen für erneuerbare Energien oder Hypotheken für grüne Gebäude an.

2. Grüne Anleihen europäischer Banken – „Ergrünung“ des Ungeheuers zur Unterstützung der ökologischen Wende

Angesichts der Merkmale grüner Anleihen, die von Banken emittiert werden (zur Kreditvergabe anstatt zum direkten Kauf grüner Vermögenswerte), stellt sich die Frage, weshalb wir diese unter Wirkungsaspekten bevorzugen.

Erstens sollten Anleger die Rolle der europäischen Banken in der Wirtschaft bedenken. Als Finanzintermediäre spielen Banken eine zentrale Rolle bei der Finanzierung von Haushalten und Unternehmen. Verstärkt wird dies zudem durch die Dominanz der Bankkreditvergabe bei der Finanzierung europäischer Unternehmen, die angesichts der geringeren Möglichkeiten von Kapitalmarktfinanzierungen als beispielsweise in den USA auf hohe 80 Prozent geschätzt wird. Dies bedeutet, dass KMU und Privatpersonen einerseits nicht auf bankfremde Finanzierungen zurück greifen können, andererseits auch grössere Unternehmen von Bankfinanzierungen abhängig sind. Das Wirkungspotenzial der Unterstützung von KMU ist besonders überzeugend, da diese für etwa zwei Drittel der Beschäftigung in der EU verantwortlich sind (Quelle: [Statistik zu kleinen und mittleren Unternehmen – Statistics Explained \(europa.eu\)](#)). Die Bankfinanzierung wirkt als Katalysator, um den Einfluss von KMU zu steigern und trägt durch die Finanzierung grüner Projekte zusätzlich zur Umwelteinwirkung indirekt auch auf positive soziale Auswirkungen bei. Um diese Auswirkungen zu veranschaulichen, berichtet Credit Agricole in seinem Green Bond Report 2020 ([PowerPoint-Präsentation \(credit-agricole.com\)](#)) über eine Finanzierung in Höhe von 19 Mio. EUR zur Unterstützung der Expansion von Cap Sud – ein französisches, auf die Installation und Wartung von Solarkraftwerken spezialisiertes KMU – sowohl in Frankreich als auch im Ausland. Folglich ist die Rolle der Banken in der Wirtschaft von grundlegender Bedeutung, und als solche haben Banken, die den Kreditfluss in Richtung der grünen Wirtschaft verlagern, ein enormes positives Wirkungspotenzial auf die Umwelt.

Darüber hinaus sind wir der Auffassung, dass Banken mehr tun können und müssen, um ihre Finanzierung auf das Netto-Null-Emissionsziel auszurichten, das heisst grüne Finanzierungen auszuweiten und sich aus Projekten zurückzuziehen, die die Ziele des Pariser Abkommens nicht erfüllen. Wir unterstützen voll und ganz die [Erwartungen des IIGCC an den Bankensektor](#), die klare Handlungsfelder aufzeigen, einschliesslich der Aufforderung, Aktivitäten einzustellen, die Emissionen durch Entwaldung, Änderung der Landnutzung und Finanzierung fossiler Brennstoffe verursachen.

Wie wir in unserem kürzlich erschienenen Artikel über ESG bei Banken ([Banken und ESG: von der Governance \(G\) zur Umwelt \(E\) | GAM](#)) erörterten, ist die Regulierung für die Bankenbranche der wichtigste Katalysator zur Unterstützung der ökologischen Wende. Seit der globalen Finanzkrise ist die Erfolgsbilanz der Regulierungsbehörden bei der Transformation des Bankensektors hervorragend, und da das Klimarisiko im Vordergrund der Regulierungsagenda steht, ist der Trend für die nächsten Jahrzehnte klar. Es gibt zahlreiche laufende regulatorische Initiativen (neben Emittenten-, Anleger- und Regierungsinitiativen) zur Bekämpfung des Klimarisikos in Kredit- und Anlageportfolios von Banken, die von verbesserten Offenlegungen bis zu Stresstests reichen. Klimastresstests sind nach unserer Ansicht der „Game Changer“, da sie sukzessive die Kapitalplanung der Banken beeinflussen werden – wir erwarten, dass dies entweder über Kapitalzuschläge für „braune“ Finanzierungen oder Kapitalaufschläge für ein unzureichendes Klimarisikomanagement umgesetzt werden könnte.

Dies gibt den Banken bereits Anreize, ihre Finanzierung grüner Vermögenswerte auszuweiten (beispielsweise beabsichtigt die Banco Santander im nächsten Jahrzehnt grüne Finanzierungen im Wert von 220 Mrd. EUR aufzunehmen und bereitstellen), was auch die Rolle der Banken bei der Finanzierung der Wirtschaft und die wachsende Zahl grüner Projekte widerspiegelt. Für Anleger in grünen Anleihen ist dies eindeutig positiv, unterstützt es doch das Wachstum des Marktes und bietet neue Anlagemöglichkeiten.

Die zweite indirekte Möglichkeit der „Ökologisierung“ der Kreditbücher der Banken bietet die Zusammenarbeit mit Bestandskunden. Dies findet häufig keine Beachtung, wir erkennen darin jedoch einen entscheidenden Hebel für die Fähigkeit der Banken, Veränderungen herbeizuführen. Banken, die für KMU und Privatpersonen häufig die einzige Kreditquelle und die entscheidenden Finanzierer grosser Unternehmen sind, nehmen eine privilegierte Stellung bei ihren Kunden ein. Die Zusammenarbeit zwischen Banken und ihren Kunden basiert häufig auf einer langjährigen Beziehung, typischerweise in Bezug auf die Geschäftsentwicklung oder Finanzangelegenheiten, um die Kreditrisikobewertung der Banken zu unterstützen. Mit zunehmender Dynamik in Bezug auf das Klimarisiko wird dieses Thema bereits in die Diskussionen aufgenommen und wird sich nur noch verstärken. Letztendlich werden Umweltkriterien (und andere ESG-Kriterien) die Kreditvergabeentscheidungen und die Kreditpreisgestaltung beeinflussen, ein Trend, der bereits einsetzt.

Was bedeutet das? Da die Banken von den Aufsichtsbehörden (in Bezug auf das erforderliche Kapital) für Kredite an Emittenten mit schwacher Umweltbilanz oder an „braune“ Industrien „abgestraft“ werden, dürften Banken Druck auf ihre Kunden ausüben, glaubwürdige Umweltstrategien einzuführen und umzusetzen. Für Nachzügler bedeutet dies entweder höhere Kreditkosten oder sogar die Beendigung von Kreditbeziehungen. Das Wirkungspotenzial ist angesichts der Rolle der Banken in der Wirtschaft in allen Branchen enorm. Die Banken werden den Wandel für die gesamte Wirtschaft vorantreiben, indem sie ihre Kunden unter Druck setzen, glaubwürdige Umweltstrategien zu entwickeln. Wir schätzen, dass der Markt für grüne Anleihen europäischer Banken angesichts des aktuellen Emissionstempos in den kommenden 24-36 Monaten ohne Weiteres 200 Mrd. EUR oder mehr erreichen kann (gegenüber derzeit ca. 80 Mrd. EUR). Dies ist in Relation zu setzen zu den ausstehenden Anleihen europäischer Banken von mehr als 1 Bio. EUR in unterschiedlichen Währungen. Da sich Banken primär durch Einlagen finanzieren (die Finanzierung über Anleihen stellt lediglich einen kleinen Teil dar), werden von Banken finanzierte grüne Vermögenswerte ein beachtliches Mehrfaches der ausgegebenen grünen Anleihen ausmachen – wobei EU-Banken Kredite in Höhe von rund 17 Bio. EUR halten und somit die finanzierten grünen Vermögenswerte in einer Größenordnung von Billionen von Euro liegen werden. So hat beispielsweise die BBVA kürzlich ihre Ziele für grüne Finanzierungen im Jahr 2025 auf 200 Mrd. EUR (von 100 Mrd. EUR) erhöht, und dies sind 200 Mrd. EUR von nur einer Bank.

3. Investitionen in grüne Anleihen verbinden die Bedeutung eines aktiven Managements mit der Erzielung einer bedeutenden Wirkung

In der Überzeugung, dass grüne Anleihen von Banken ein wirksames Instrument zur Unterstützung der Banken, der Wirtschaft im Allgemeinen und eines geordneten Übergangs zur Erfüllung der Ziele des Pariser Abkommens sind, ist ein aktives Management bei der Emittenten- und Anleiheauswahl unerlässlich.

Auch wenn bei der Harmonisierung des Marktes für grüne Anleihen erhebliche Fortschritte erzielt wurden, gibt es keine gesetzlichen oder regulatorischen Anforderungen dazu, was eine grüne Anleihe definiert, und welche Verpflichtungen die Emittenten gegenüber den Anlegern haben. Anleger müssen sich extrem auf die Auswahl von Anleihen konzentrieren, die ein hohes Wirkungspotenzial bieten, und solche Anleihen meiden, die ohne echten Nachhaltigkeitszweck emittiert werden.

Neben der traditionellen Kreditanalyse, die starke Emittenten identifiziert (da unserer Ansicht nach nur leistungsstarke Emittenten Veränderungen bewirken können), ist eine eingehende Analyse aller Aspekte unerlässlich, um qualitativ hochwertige grüne Anleihen zu ermitteln. Für die Selektion hochwertiger grüner Anleihen sind die drei folgenden Analysegrundpfeiler von Wichtigkeit:

- **Analyse des ESG-Profiles des Emittenten:** Emittenten mit hervorragenden ESG-Referenzen (bei einem besonderen Umweltschwerpunkt), die eine klare und glaubwürdige Umweltstrategie verfolgen und strategische Gründe für die Emission grüner Anleihen vorweisen. Die Emission grüner Anleihen sollte mit einer glaubwürdigen und ehrgeizigen Umweltstrategie in Einklang stehen, um beispielsweise die Pipeline grüner Vermögenswerte zu unterstützen.
- **Analyse des Bewertungsansatzes für grüne Anleihen:** Im Bewertungsansatz für grüne Anleihen legt der „grüne Prospekt“ alle Prozesse und die Governance rund um die Allokation von Erlösen in grüne Vermögenswerte oder Projekte fest. Qualitativ hochwertige Prozesse und Governance sorgen für Vertrauen in Bezug auf die Wirkung der eingesetzten Mittel. Die Emittenten halten hohe Standards ein (wie beispielsweise zumindest die Green Bond Principles der ICMA) und berichten Anlegern transparent über die Mittelverwendung und die Wirkung.
- **Analyse der Wirkung:** Die Emittenten liefern nach der Emission Reports, die sowohl über die Mittelverwendung berichten als auch die Schätzungen zur positiven Umwelteinwirkung der finanzierten grünen Vermögenswerte oder Projekte enthalten. Die Schwierigkeit liegt in der breiten Palette der zu ihrer Berechnung verwendeten Methoden und Annahmen, die emittentenspezifisch stark variieren können. Die Anwendung vergleichbarer Methoden kann helfen, die positive Wirkung verschiedener Emittenten zu beurteilen.

Das Screening nach den besten grünen Anleihen erfordert eine eingehende Analyse auf allen Ebenen

Merkmale erstklassiger grüner Anleihen	Eckpfeiler der Analyse
Echter Emissionszweck	ESG-Qualität des Emittenten <ul style="list-style-type: none"> • Solides ESG-Profil • Glaubwürdige Klimastrategie • Ausrichtung der Emission grüner Anleihen auf die Klimastrategie
Transparenz der Mittelverwendung	Bewertungsansatz für grüne Anleihen <ul style="list-style-type: none"> • Entspricht zumindest den ICMA Green Bond-Standards • Hochwertiger grüner Prospekt • Transparente Allokation und Wirkungsberichterstattung
Sinnvolle Klimawirkung	Wirkungsanalyse <ul style="list-style-type: none"> • Vergleichbare Daten zur Bewertung der Auswirkungen • Bedeutende Auswirkungen durch die Finanzierung grüner Vermögenswerte

Quelle: Atlanticomnium.

Fasst man die finanzielle und die nicht-finanzielle Analyse zusammen, die zur Identifizierung hochwertiger grüner Anleihen erforderlich ist, erbringt ein aktives Management eindeutig einen signifikanten Mehrwert bei der Investition in grüne Anleihen. Darüber hinaus sollte die Zusammenarbeit mit Emittenten bei jedem Analyseschritt oberste Priorität haben – sowohl um die interne Analyse zu verbessern als auch um gegenüber den Emittenten unsere Ansichten zur Einhaltung der höchsten Standards auf dem Markt für grüne Anleihen zum Ausdruck zu bringen.

Insgesamt betrachten wir grüne Anleihen europäischer Banken als ein geeignetes Instrument für Anleger, um eine bedeutende positive Umwelteinwirkung zu erzielen. Der Klimawandel stellt mit Blick auf die Zukunft eines der größten Risiken für die Weltwirtschaft dar. Daher stellt die Einbeziehung des Klimarisikos als zentraler Bestandteil des Anlageprozesses ein solides vorausschauendes Risikomanagement sicher und dient im weiteren Sinne dem Schutz der Erträge der Anleihengläubiger.

Weitere Informationen finden Sie auf [GAM.com](https://www.gam.com)

Wichtige rechtliche Informationen:

Die Informationen in diesem Dokument dienen nur zu Informationszwecken und gelten nicht als Anlageberatung. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Bewertungen können sich ändern und geben den Standpunkt von GAM im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld wieder. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen wird keine Haftung übernommen. Die Performance in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Hinweis auf aktuelle oder zukünftige Entwicklungen. Die erwähnten Finanzinstrumente werden nur zur Veranschaulichung genannt und dürfen nicht als ein direktes Angebot oder als eine Anlageempfehlung oder Anlageberatung interpretiert werden. Die Bezugnahme auf ein Wertpapier ist keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dieses Wertpapiers. Die aufgeführten Wertpapiere wurden aus dem von den Portfoliomanagern abgedeckten Wertpapieruniversum ausgewählt, um den Leser beim besseren Verständnis der vorgestellten Themen zu unterstützen. Die enthaltenen Wertpapiere werden nicht zwangsläufig von einem Portfolio gehalten und stellen keine Empfehlungen der Portfoliomanager dar. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen eintreten.