

FRÜHLINGSBERICHT

US-Office: Die Lage ist hoffnungslos, aber nicht ernst

FAM
FRANKFURT
ASSET MANAGEMENT



WERBUNG

FRANKFURT ASSET MANAGEMENT

Die FAM Frankfurt Asset Management AG ist eine unabhängige und inhabergeführte Vermögensverwaltung mit Sitz in Frankfurt am Main und wird von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) überwacht. Der Fokus liegt auf den Asset Klassen Hochzinsanleihen und Prämienstrategien.

Portfoliomanagement und Kundenbetreuung erfolgen bei der FAM aus einer Hand, der Portfoliomanager ist also gleichzeitig auch der Hauptansprechpartner für den jeweiligen Mandanten. Beim Portfoliomanagement wird großer Wert auf die fundamentale Analyse des Kapitalmarktes sowie einzelner

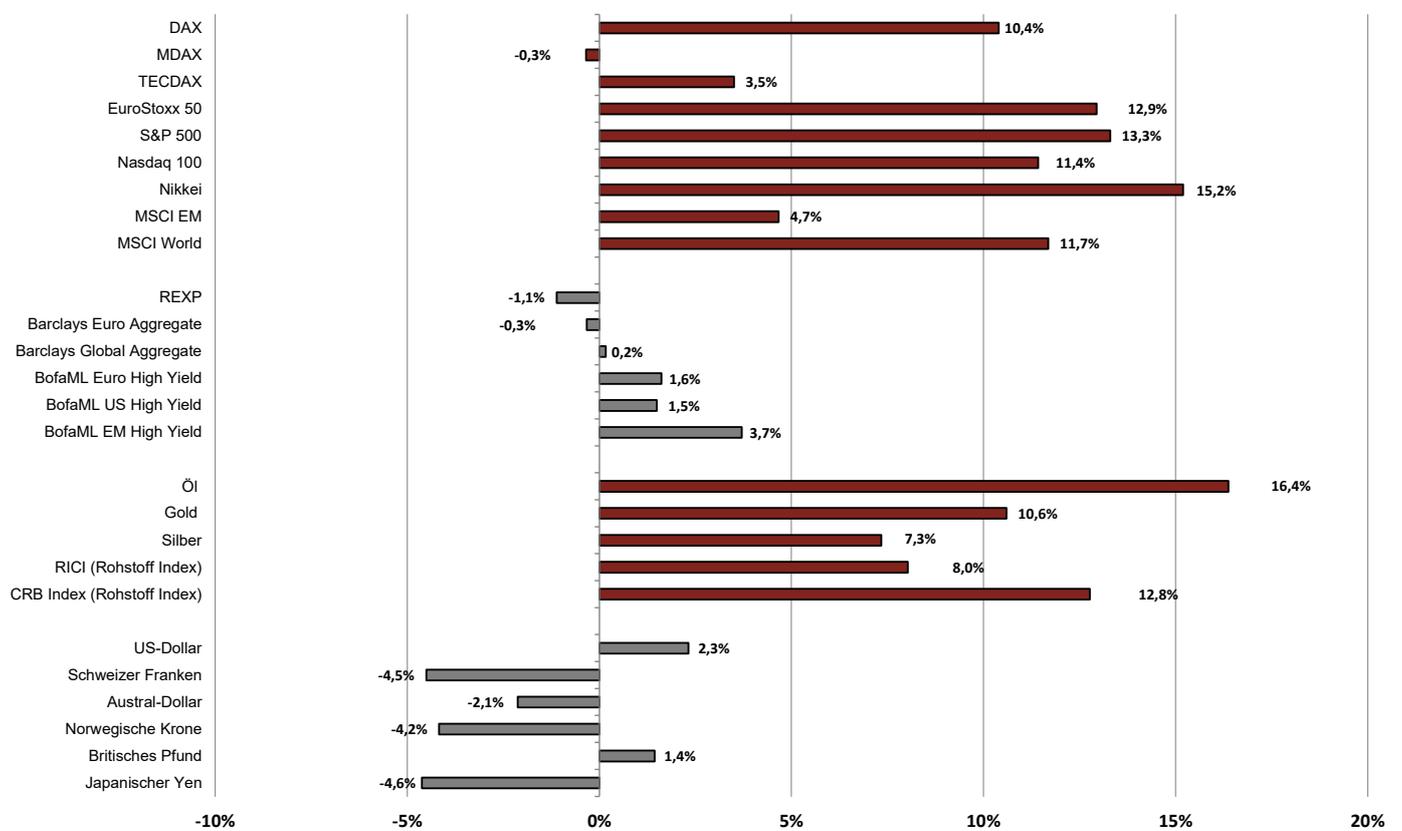
Firmen gelegt. Dabei stützt sich die FAM auf Senior-Mitarbeiter mit insgesamt über 100 Jahren Kapitalmarkterfahrung.

Der FAM-Investmentansatz ermöglicht die Generierung von interessanten Chance-Risiko-Profilen. Dabei ist der Ausgangspunkt stets die Rendite-Chance, wobei die dazugehörigen Risiken unter die Lupe genommen werden. Wenn dieses Verhältnis vorteilhaft erscheint, findet die Anlage den Eingang ins Portfolio. Ein besonderes Augenmerk liegt auf asymmetrischen Chance-Risiko-Profilen mit einer möglichst hohen Wahrscheinlichkeit für positive Erträge.

INHALTSANGABE

Frankfurt Asset Management	2
Inhaltsangabe	3
Kapitalmarktübersicht – Performance 31.12.2023 - 31.03.2024 (in Euro)	4
Vorwort	5
US-Büroimmobilienmarkt: Die Lage ist hoffnungslos - aber nicht ernst	7
Interview mit Rötger Franz: „Übertriebene Risikoeinpreisung sorgt für hohe Attraktivität von Insurance Bonds.“	15
Interview mit Lukas Grimm: „Der Fonds hat unsere Erwartungen bisher mehr als erfüllt.“	21
FAM Renten Spezial I	24
FAM Credit Select I	26
FAM Prämienstrategie I	28
FAM Convex Opportunities I	30

KAPITALMARKTÜBERSICHT – PERFORMANCE 31.12.2023 - 31.03.2024 (IN EURO)



Quelle: Bloomberg

VORWORT

5 JAHRE FAM

Sehr geehrte Damen und Herren,

nach fünf Jahren Kontinuität wird es an der Spitze von Frankfurt Asset Management zu einer Veränderung kommen. Peter Wiederholt hat seinen Wohnsitz aus privaten Gründen in die Schweiz verlagert und sich entschieden, seinen zur Jahresmitte auslaufenden Vorstandsvertrag nicht zu verlängern.

Fünf Jahre FAM sind auch ein Zeitraum, um ein kleines Fazit zu ziehen: Seit dem operativen Start am 01. April 2019 konnte das verwaltete Volumen auf inzwischen rund 850 Millionen Euro mehr als verdreifacht werden. Die Anzahl der Mitarbeiter hat sich von fünf auf zehn Personen verdoppelt. Vor dem Hintergrund der tendenziell eher schwierigen Börsenphase ist dieses Wachstum bemerkenswert, denn Corona brachte in 2020 den schnellsten Aktien-Crash aller Zeiten mit sich und 2022 kam es zum größten Renten-Crash seit 1878.

Dieser Erfolg der FAM beruht auch auf wichtigen Weichenstellungen, die Peter vorgenommen hat. Zu nennen ist hier vor allem die Festlegung des Firmennamens. Unser Personalauswahl-System, d. h. alle Team-Mitglieder entscheiden gemeinsam über Neueinstellungen, und die professionelle Wegbereitung im Bereich Markenbildung und Distribution waren ebenso sein Verdienst. Sichtbar für Sie als Leser sind vor allem seine Fotos, welche diesen Berichten ein besonderes Gesicht gegeben haben.

Insofern bin ich Dir, lieber Peter, sehr dankbar fürs Mitgründen und Etablieren von Frankfurt Asset Management! Let's keep in touch mit dem gesamten Team der FAM, Peter!

Im vorliegenden Frühlingsbericht befassen wir uns zunächst mit dem Thema „US-Office“. Bei vielen Investoren kommen ungute Erinnerungen an die Finanzkrise 2008



hoch, als der Crash am US-Häusermarkt ein Banken-Beben inklusive Börsen-Crash und scharfer Rezession auslöste. Ab Seite 7 können Sie lesen, welche Einschätzung wir zum US-Büromarkt haben und was das für den Kapitalmarkt bedeutet.

Anschließend thematisiert der Bericht ab Seite 15 „Nachranganleihen von Versicherungen“, und hier konnten wir einen – um nicht zu sagen DEN – Experten für dieses Segment für ein Interview gewinnen: Rötger Franz befasst sich quasi sein komplettes Berufsleben mit dem Versicherungssektor und ist Fondsmanager des Plenum European Insurance Bond Funds. Aktuell ist hier „Speck am Knochen“, was auch der Auslöser für die FAM war, sich mit dieser interessanten und hochrentierlichen Asset Klasse zu befassen.

Ab Seite 21 äußert sich Lukas Grimm zum FAM Convex Opportunities Fund, den wir im letzten Sommer aufgelegt haben. Das Spezielle ist hier der permanente „Tail-Risk Hedge“, also die Absicherung vor schnellen und plötzlichen Börsen-Crashes. Wie die Überschrift des Artikels „Der Fonds hat unsere Erwartungen bisher mehr als erfüllt“ verrät, sind wir bislang mit der Entwicklung des FAM Convex Opportunities sehr zufrieden.

Gleiches gilt auch für „unser zweites neues Baby“, den FAM Credit Select. Dieser am 18. Oktober 2023 aufgelegte Anleihefonds unter dem Slogan „High Yield ähnliche Rendite mit Investment Grade Rating“ erreichte Ende März ein Fondsvolumen von über 50 Millionen Euro. Wir bedanken uns bei allen Investoren für diesen großen Vertrauensbeweis!

Herzliche Grüße und einen schönen Frühling!

O. Wolf Wiederholt

Ottmar Wolf und Peter Wiederholt



Palmengarten

US-BÜROIMMOBILIENMARKT: DIE LAGE IST HOFFNUNGSLOS - ABER NICHT ERNST

In amerikanischen Bürogebäuden ist es ruhig geworden. Immer mehr Flure bleiben dunkel. Das drückt auf die Mieten und damit auf die Preise der Immobilien. Schon geraten die ersten Banken in Bedrängnis und deutsche Geldhäuser sind wieder mittendrin statt nur dabei. Droht nach 2008 eine Finanzkrise 2.0 mit allen Konsequenzen auch für hiesige Kreditinstitute oder sogar die weltweiten Kapitalmärkte?

„Wir beobachten eine Handvoll Banken mit großem Engagement im Gewerbeimmobilienbereich genauer als sonst.“ Mit dieser Aussage reagierte BaFin-Chef Mark Branson jüngst auf die zunehmende Unsicherheit hinsichtlich verschiedener deutscher Kreditinstitute. Gemeint sind wohl insbesondere die Aareal Bank und die Deutsche Pfandbriefbank (PBB). Beide Institute sind zuletzt in den Strudel rund um den Preisverfall am US-amerikanischen Büroimmobilienmarkt geraten. Am kritischsten ist die Lage ganz offensichtlich bei der PBB. Sie hat am amerikanischen Markt 4,9 Mrd.

EUR an Krediten für Gewerbeimmobilien ausstehen. Dies entspricht 15% ihres Kreditportfolios. 80% entfallen davon auf Bürogebäude. Das Rating der Deutschen Pfandbriefbank ist mittlerweile fast auf Ramschniveau abgesackt (BBB), die Dividende wurde gestrichen, der Aktienkurs hat sich binnen Jahresfrist halbiert und einige Nachrangdarlehen bringen inzwischen Renditen von über 25% per annum (Mitte Februar waren es sogar über 50%). Da stellt sich schnell die Frage, wie ernst die Lage am US-Office-Markt tatsächlich ist und welche Konsequenzen sich daraus ergeben.

WERTENTWICKLUNG VON US-BÜROIMMOBILIEN

Der US-Gewerbeimmobilienmarkt gilt als überaus schwierig. In vielen Segmenten kam es in den vergangenen zwei Jahren zu erheblichen Wertverlusten. Besonders hart hat es dabei Bürogebäude getroffen. Nach Erhebungen von Green Street, einem führenden Researchunternehmen

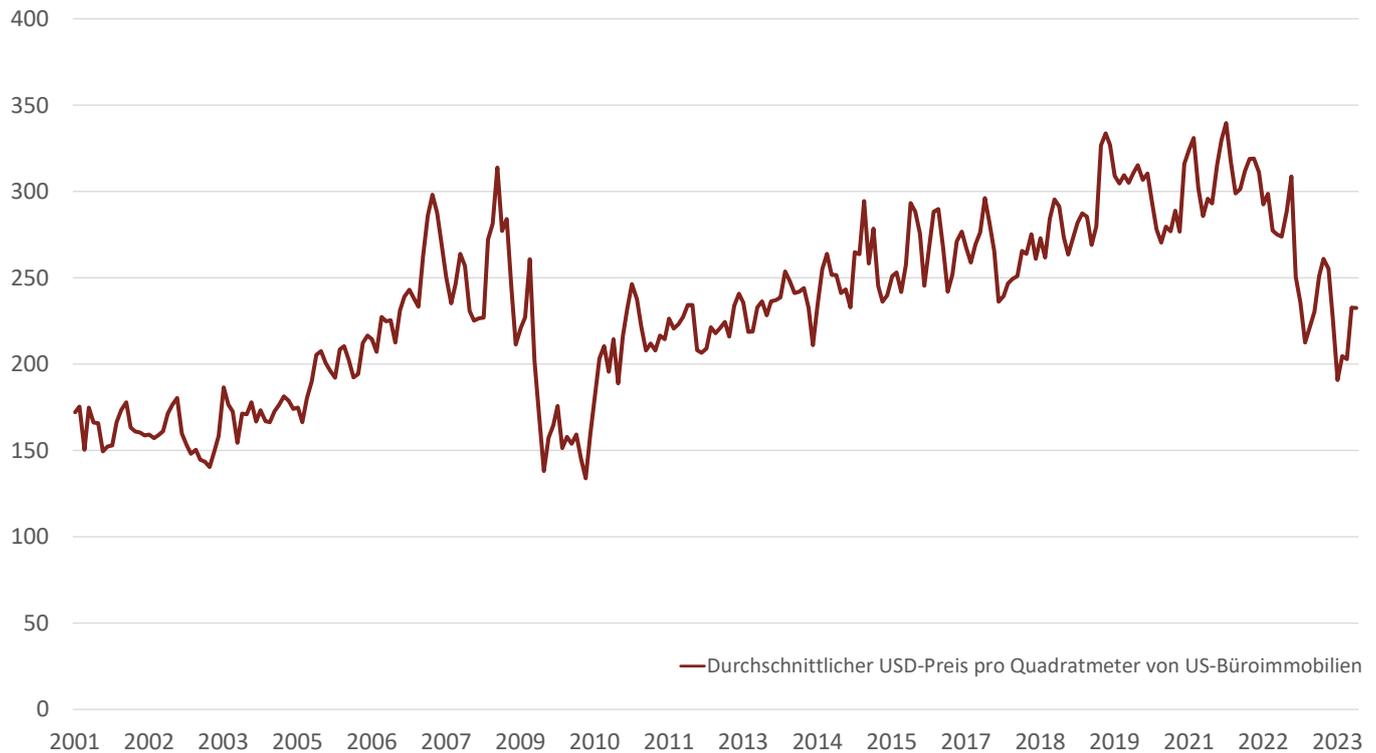
u.a. im Real Estate-Bereich, lagen die Preisabschläge hier in den zurückliegenden zwölf Monaten bei durchschnittlich 22%. Gemessen an den letzten Höchstständen sind es inzwischen sogar 35%.

Preise von Büroimmobilien besonders stark unter Druck

	Wertveränderung von US Gewerbeimmobilien	
	Letzte 12 Monate	Letzter Höchststand
Durchschnitt Gewerbeimmobilien	-9%	-21%
Büros	-22%	-35%
Mehrfamilienhäuser	-10%	-28%
Lagerhäuser	-11%	-21%
Einkaufszentren	0%	-20%
Gesundheitswesen	-11%	-20%
Einzelhandel	-6%	-18%
Industrie	-1%	-16%
Fertighäuser	-5%	-15%
Hotels	-2%	-7%

Quelle: Green Street

US-Büroimmobilien auf dem Preisniveau von 2015



Quelle: Bloomberg

Dabei hängen die extrem hohen Preisabschläge bei Office-Gebäuden vor allem damit zusammen, dass diese im Gegensatz zu anderen Segmenten des Gewerbeimmobilienmarktes einem Trend ausgesetzt sind, der mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem Strukturbruch führen wird. Gemeint ist die mit der Corona-Pandemie entstandene Akzeptanz (Arbeitgeber) und Beliebtheit (Arbeitnehmer) des Homeoffice. Wurden 2018 in den USA geschätzt lediglich 5% der Büroarbeit von zu Hause aus erledigt (Full Remote), ist dieser Anteil während der Corona-Pandemie in der Spitze bis auf 60% angestiegen.¹ Anschließend ging es wieder deutlich nach unten, seit 2021 ist der Homeoffice-Anteil an der gesamten Bürotätigkeit mit über 30% aber bemerkenswert stabil. Zwar haben einige Firmen „Work from Home“ wie-

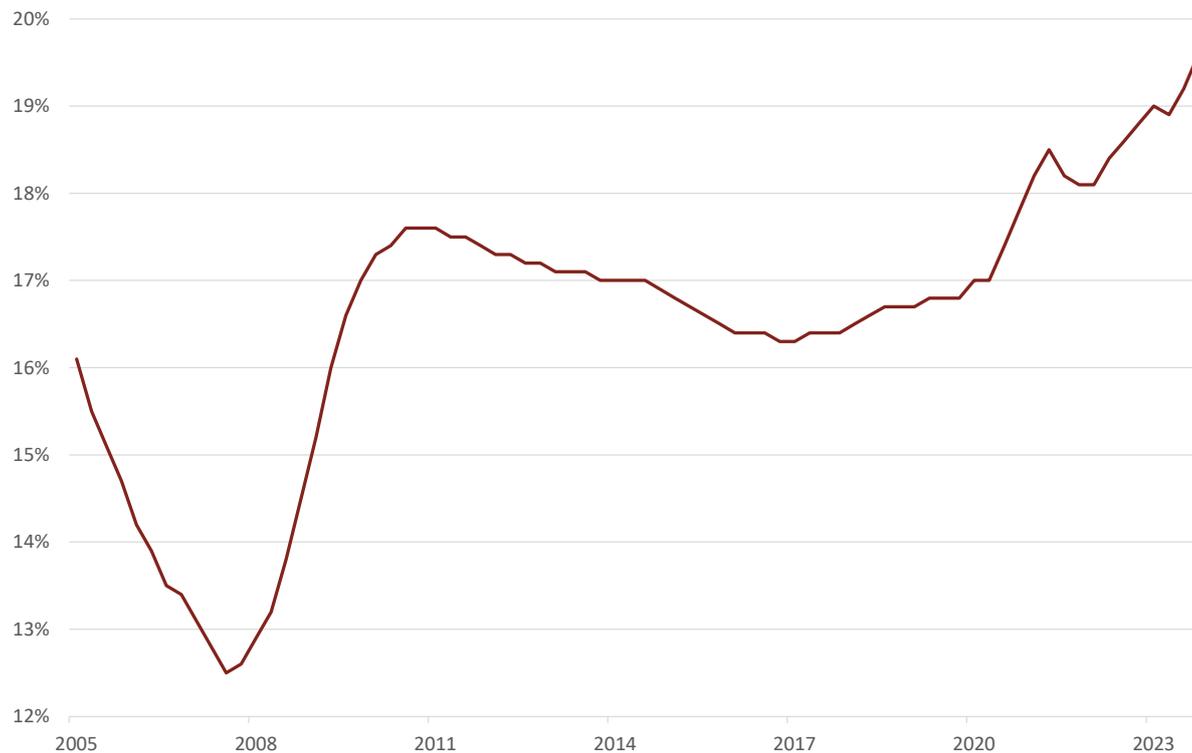
der deutlich eingeschränkt, breitere Bemühungen, die Angestellten zur vollständigen Rückkehr ins Büro zu bewegen, sind aber gescheitert. Daran dürfte sich auch zukünftig nichts mehr ändern.

Die Folge sind hohe Leerstände bei Büroimmobilien, die sich nach dem deutlichen Anstieg seit 2021 inzwischen auf einem Allzeithoch befinden. Bundesweit liegen diese inzwischen bei 18% und in den Metropolregionen sogar bei knapp 20%. In einzelnen Städten fallen die Werte noch signifikant höher aus. Spitzenreiter bei den Leerständen ist Detroit mit 25%, gefolgt von Houston, San Francisco und Seattle mit 23%.²

¹ <https://press.princeton.edu/ideas/return-to-office-how-covid-19-and-remote-work-reshaped-the-economy>

² Quelle: Bloomberg, Savills

Leerstandsquoten von US-Büroimmobilien (Metropolregionen)

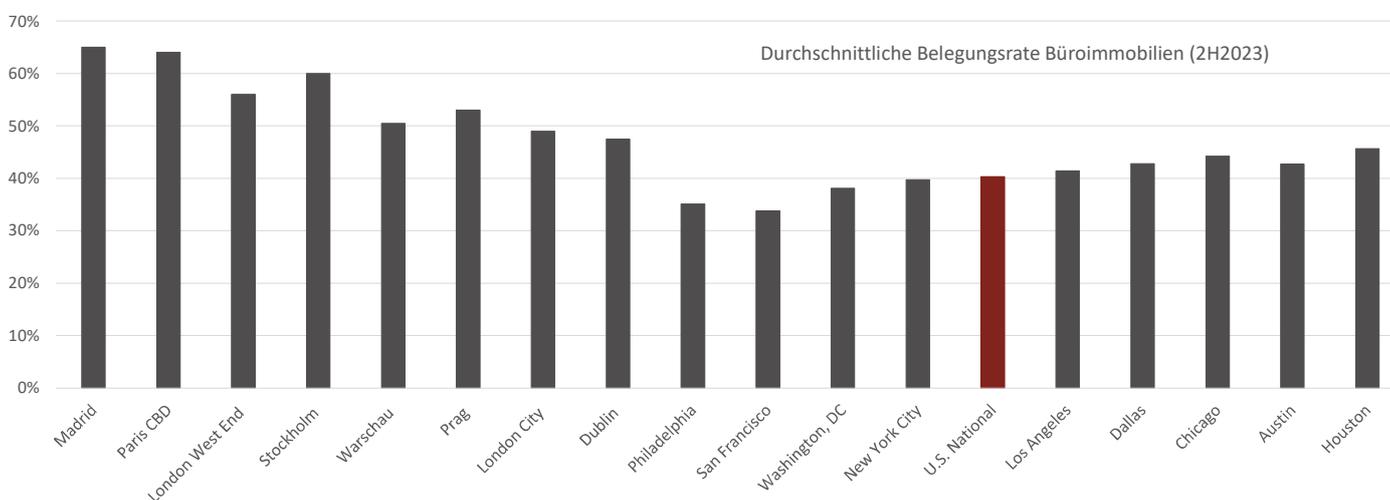


Quelle: Bloomberg

Erschwerend kommt hinzu, dass die durchschnittliche Auslastung der angemieteten Büroflächen ebenfalls stark gefallen ist – von durchschnittlich 90%-95% vor Corona auf jetzt 50%. Montags und freitags betragen die Occupancy Rates bundesweit sogar nur ein knappes Drittel, mittwochs steigen sie auf etwa 60% an. Die genutzten Büroflächen insge-

samt (Belegungsrate = vermieteter Anteil der Gesamtfläche multipliziert mit dem vom Mieter tatsächlich benötigten Anteil) sind in den USA im Schnitt auf 40% gefallen. In Europa fällt der Rückgang zwar nicht ganz so stark aus, aber auch hierzulande stellt sich die Lage keineswegs rosig dar.

Global stark abnehmende Belegungsraten bei Büroimmobilien



Quelle: Savills, Castle Systems Back to Work Barometer, FAM

DIE NEW YORKER METRO ALS PLAUSIBILITÄTSCHECK

Unmittelbar vor der Corona-Pandemie (2019) wurde die New Yorker Metro an Werktagen im Schnitt von 5,5 Mio. Fahrgästen genutzt.³ Die Zahlen für 2017 und 2018 haben sich in einer ähnlichen Größenordnung bewegt. 2020 sind sie dann auf durchschnittlich 2,04 Mio. Passagiere pro Tag gefallen, um sich in den beiden Folgejahren wieder auf 2,4 bzw. 3,2 Mio. zu erholen. Für 2023 belaufen sich die Schätz-

zungen auf 3,5 Mio. Fahrgäste. Dies entspricht gegenüber der Vor-Corona-Zeit immer noch einer Mindernutzung von über 35%. Der anhand der Metrozahlen durchgeführte Cross-Check lässt also weder an dem deutlich gestiegenen Homeoffice-Anteil, noch an dem ausgewiesenen Nutzungsanteil von durchschnittlich 40% bei US-Büroimmobilien ernsthafte Zweifel aufkommen.

Einbruch bei den Metro-Zahlen

Jahr	Ø tägliche New York U-Bahn Fahrgastzahlen (Werktage)
2017	5.580.845
2018	5.437.586
2019	5.493.875
2020	2.040.580
2021	2.369.655
2022	3.189.904
2023*	3.508.894

Quelle: Metropolitan Transport Authority (MTA), FAM. *Schätzung

Mittel- bis langfristig ist zu erwarten, dass viele Unternehmen die Auslastung der von ihnen angemieteten Büroflächen aus Kosten- und Wirtschaftlichkeitsgründen wieder erhöhen werden. Da dies voraussichtlich nicht über ein signifikantes Zurückdrehen der Homeoffice-Quote geschehen wird, und auch nicht mit einem sprunghaften Anstieg von Büroarbeit insgesamt zu rechnen ist, bleibt dafür nur, sich

von Teilen der angemieteten Büroflächen zu trennen. Mit auslaufenden Mietverträgen nimmt die Auslastung der angemieteten Büroflächen dadurch wieder etwas zu, gleichzeitig wird sich der Leerstand (unvermietete Fläche) aber weiter erhöhen. Werte von 30%-35% könnten in einigen Gegenden der USA dann eher die Regel als die Ausnahme sein.

AUSWIRKUNGEN AUF DIE PROFITABILITÄT VON BÜROIMMOBILIEN

Nun stellt sich in einem zweiten Schritt natürlich die Frage, welche Auswirkungen die gestiegenen Leerstandsquoten, die zukünftig voraussichtlich noch weiter zunehmen werden, auf die Rentabilität einer Office-Immobilie haben.

Vor Corona lag der Loan to Value (Beleihungsauslauf) neuerer Bürotürme typischerweise bei ca. 65%. Der Zinssatz betrug 3%-3,5%. Auf der Einnahmenseite lassen sich bei einer gut ausgelasteten Büroimmobilie (Leerstand = 10%) grob gesagt pro Jahr 10%-12% des Kaufwerts realisieren. Dem stehen drei große Ausgabenblöcke gegenüber. Dies sind im Wesentlichen die Betriebskosten (45%-50%), der Schuldendienst (25%-30%) und die Ausschüttung an die Eigentümer (25%-30%). Damit ist schon bei überschlägiger Rechnung leicht zu erkennen, dass Büroimmobilien mit einem Leerstand von etwa einem Drittel für die Eigen-

tümer nicht mehr profitabel sind. Sie werden die Schlüssel bei den Banken abgeben.

Erschwerend kommt hinzu, dass Banken aktuell keine Kredite für den Kauf von US-Büroimmobilien vergeben. „Neue“ Käufer sind in diesem Segment so gut wie keine in Sicht. Theoretisch sind zwar Refinanzierungen mit einem Zinssatz von 6%-6,5% möglich, allerdings nur wenn die Investoren Eigenkapital nachschießen, so dass der Loan to Value 60% des stark gesunkenen Immobilienpreises nicht übersteigt. Dazu werden nur sehr wenige Eigentümer in der Lage sein. Aber selbst wenn die finanziellen Ressourcen vorhanden sind, werden die entsprechenden Investoren hiervon in aller Regel Abstand nehmen, da sie auf massiven Verlusten ihres ursprünglich investierten Kapitals sitzen.

³ Quelle: NY Metropolitan Transport Authority (MTA).

UNZUREICHENDER SICHERHEITSABSCHLAG

Auf den ersten Blick liegt die Vermutung nahe, dass die Sicherheitsmarge bei einem Loan to Value von 65% unter Berücksichtigung schon erfolgter Tilgungen hoch genug ist, um sich als Bank noch relativ schadlos aus den finanzierten Objekten zu verabschieden. Dies ist aber nicht der Fall, da Investoren schlicht und einfach keine unrentablen Büroimmobilien kaufen.

Bliebe möglicherweise noch der Umbau von Büro- zu Wohnimmobilien. Diese – auch im Hinblick auf die zunehmende Wohnungsnot in den Großstädten – charmante Idee ist allerdings nur in den wenigsten Fällen umsetzbar. Flucht- und Nutzungswege müssten angepasst werden und die unterschiedlichen Belüftungs-, Sanitär- und Heizungssysteme sind in der Regel nicht miteinander kompatibel. Bürofenster lassen sich nicht öffnen (Klimaanlage) und die Dimensionierung von Wasser- und Abwasserleitungen für die Vielzahl an vollwertigen Küchen und Bädern fällt zu gering aus. Hinzukommt, dass die Außenwände von Büroimmobilien für eine Nutzung zu Wohnzwecken oft viel zu weit auseinanderliegen. Den Räumen in der Mitte fehlt damit das natürliche Licht. Es wäre deshalb die Schaffung von Innenhöfen oder zumindest größerer Lichtschächte nötig.

In vielen Business Districts in den USA dürfen aus regulatorischen Gründen zudem auch gar keine Wohnimmobilien gebaut werden.

Damit bleibt am Ende nur der Abriss und die Realisierung des Grundstückswertes, der im Schnitt bei ca. 30% des Gesamtwerts der Immobilie (Grundstück + Bebauung) liegt. Auch bei einer Loan to Value von „nur“ 65% werden Banken (je nach Tilgungsfortschritt) bei betroffenen Immobilien bis zu 55% (35 von 65) ihres Kredits abschreiben müssen. Wenn bei 30% (siehe oben) der US-amerikanischen Büroimmobilien der Schlüssel abgegeben werden muss, und die Banken auf diese Immobilien 55% ihres Kredits verlieren, beträgt die Abschreibungsquote auf das gesamte US-Office-Kreditbuch somit 16,5%. Dabei fällt der Wert in einem Crasheszenario möglicherweise noch höher aus. Einerseits könnten die hohen Leerstände rückläufige Mieten zur Folge haben, was die Quote nicht rentabler Bürogebäude weiter erhöhen würde, und zum zweiten könnte dies auch zu fallenden Bodenpreisen führen. Diesen Super-GAU unterstellt könnte sich die Abschreibungsquote nochmals um die Hälfte erhöhen. Der Haircut würde dann bei 25% liegen.

US-BANKENMARKT IM STRESSTEST

Gefühlt hört sich dies für den amerikanischen Kreditmarkt äußerst gefährlich an. Dabei muss allerdings berücksichtigt werden, dass Office-Immobilien „nur“ für etwa 20% des gesamten US-Gewerbeimmobilien-Kreditmarktes und weniger als 10% des gesamten US-Immobilien-Kreditmarktes stehen. Sonstige Gewerbeimmobilien machen also weniger als 40% des gesamten US-Immobilien-Kreditmarktes aus, Wohnimmobilien-Kredite nehmen mit mehr als 50% den größten Anteil des US-Immobilien-Kredit-Portfolios ein. Insgesamt sind Office-Immobilien in den USA mit Krediten von 1.200 Mrd. USD belastet.⁴ Etwa die Hälfte davon liegt direkt bei den Banken (600 Mrd. USD), bei der anderen Hälfte handelt es sich wiederum zu 1/3 um sogenannte Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS), jeweils 200 Mrd. entfallen grob gesagt auf Fannie Mae & Freddie Mac und andere institutionelle Investoren.

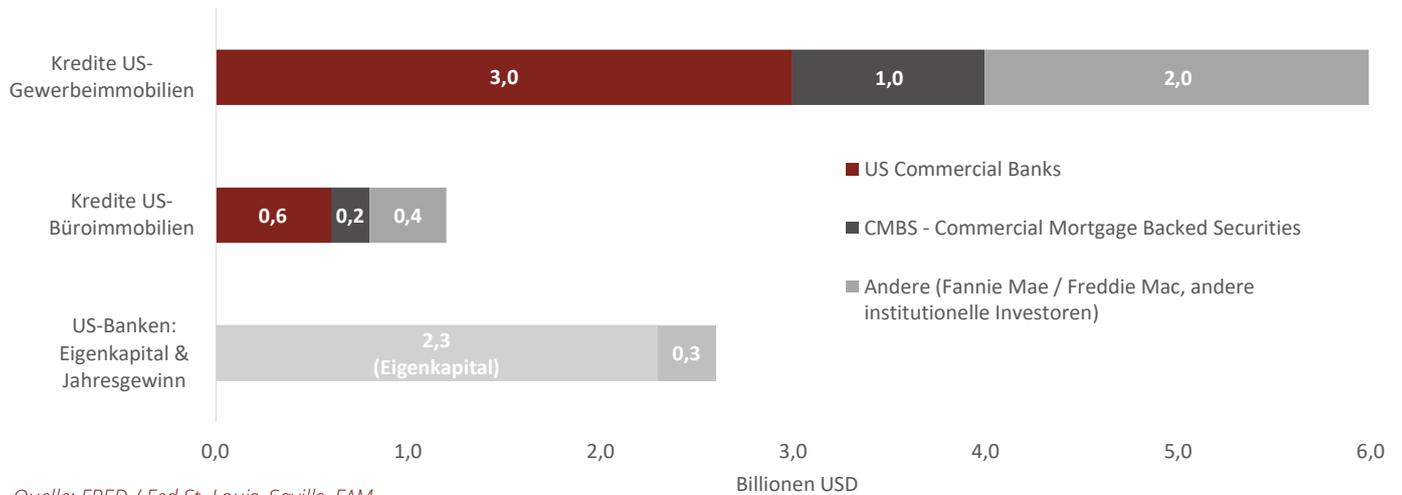
In einem extrem konservativen Szenario lässt sich nun unterstellen, dass sämtliche CMBS bei Hedge Funds liegen und diese sie wiederum über Kredite der emittierenden Banken geleveraged haben. Bricht der Markt zusammen, verlieren die Commercial Mortgage Backed Securities stark

an Wert und die Hedge Funds gehen Pleite. Die betroffenen Kredite fallen dann wieder an die Bank zurück, von denen die CMBS emittiert wurden. In einem derartigen Worst-Case-Szenario müssen sich die Banken also mit US-Office Loans im Volumen von 800 Mrd. USD auseinandersetzen. Multipliziert mit der oben zunächst ermittelten Abschreibungsquote in Höhe von 16,5% ergibt sich damit ein maximaler Ausfall von ca. 130 Mrd. EUR. Unterstellt man den „Super-GAU“ (25% Abschreibung auf das Kreditbuch für Office-Immobilien), sind es 200 Mrd. USD.

Das gesamte Eigenkapital des amerikanischen Bankensystems beläuft sich aktuell aber auf ca. 2.300 Mrd. USD. Hinzukommen Gewinne von geschätzt 300 Mrd. USD allein im Jahr 2023. Selbst wenn an sämtlichen Stellen stets von dem schlimmsten (kaum) vorstellbaren Szenario ausgegangen wird, würde die „Mutter aller Stresssituationen“ nur ca. 10% des Eigenkapitals amerikanischer Banken vernichten bzw. alternativ nur zwei Drittel eines Jahresgewinns kosten.

⁴ Quellen: FRED / Fed St. Louis, Fed NY, NBER Paper 12/2023 „Monetary Tightening, Commercial Real Estate Distress, and US Bank Fragility“

Kredite US-Gewerbeimmobilien und US-Office vs. Eigenkapital-Puffer der Banken



FAZIT

Das Risiko, das von der Entwicklung des Office-Markts in den USA ausgeht, scheint auf den ersten Blick immens. Verstärkt wird die Sorge vieler Anleger dabei durch die rege Berichterstattung in den Medien, die anhand einzelner prominenten Beispiele aufzeigen, vor welchen (strukturellen) Veränderungen der Büromarkt weltweit steht. Diese sind - wie oben hergeleitet - keineswegs zu leugnen. Sie relativieren sich aber erheblich, wenn man den im Worst-Case zu erwartenden Abschreibungsbedarf ins Verhältnis mit dem gesamten amerikanischen Immobilienmarkt, dem Eigenkapital des US-Bankensystems oder auch nur den Banken-Gewinnen im Jahr 2023 setzt.

So hat der US Residential Immobilienmarkt aktuell ein vier- bis fünfmal höheres Gewicht in den Kreditbüchern der US-Banken als der Office-Markt. Auch der Vergleich mit 2007/2008 beruhigt: das heutige absolute Kredit-Exposure (in USD) der US-Banken zum Office-Markt liegt bei weniger als 30% des Exposures zum Wohnimmobilienmarkt im Jahr 2007. Das Eigenkapital des US-Bankensystems wiederum ist um den Faktor 1,7x höher als es im Jahr 2007 war.

Zwar können ohne weiteres einzelne Banken stark unter Druck geraten oder sogar kollabieren, wobei wir allerdings nicht an große deutsche oder europäische Banken mit einem breit diversifizierten Kreditbuch denken (siehe 3 Fragen an Rui Soares). Der US-Office-Markt ist aber insgesamt viel zu klein, um einen Kollaps des US-Finanzsystems mit einer anschließenden Kettenreaktion auf anderen Märkten auszulösen. Selbst bei Kreditabschreibungen von 25%, die nach unseren Betrachtungen selbst in einem extremen Stressszenario höchst unwahrscheinlich sind, könnten die daraus entstehenden Verluste allein über die Bankengewinne des vergangenen Jahres abgedeckt werden.

Dabei wurde bei der gesamten Diskussion vernachlässigt, dass keineswegs alle Loans am amerikanischen Office-Markt von US-Banken vergeben wurden (siehe hierzu etwa die Medien-Berichterstattung zur Deutschen Pfandbriefbank), und dass die Fed dieses Mal höchstwahrscheinlich sehr viel proaktiver handeln wird als 2007/2008, falls sich die Lage weiter verschärfen sollte.

3 Fragen an Rui Soares



1. Die Krise im US-Büroimmobilienmarkt wird also nicht der Auslöser für die Finanzkrise 2.0 sein?

Nein. Wie im Artikel zum US Office Markt ausführlich beschrieben ist der Sektor zu klein, um die Great Financial Crisis (GFC) 2.0 auszulösen.

2. Und wenn die Krise auch andere Bereiche des US Commercial Real Estate (CRE) Markts erreicht?

Auch wenn man annehmen würde, dass (a) 50% des gesamten US-Gewerbeimmobilienmarkts ein strukturelles Problem hat (Büro, Einzelhandel und Hotels), (b) die CMBS* zugrundeliegenden Bankdarlehen am Ende wieder bei den Banken landen würden aufgrund von Pleiten gehebelter Investmentfonds die CMBS halten, und (c) die Abschreibungen 25% des Gesamt-Exposures ausmachen würden, käme man auf Gesamtverluste von ca. USD 500 Bio. Ja, viel: mehr als 20% des Eigenkapitals des gesamten US-Bankensystems. Aber solange diese Verluste sich über 2 Jahre strecken würden, käme es auch hier zu keiner GFC 2.0: USD 500 Bio. sind weniger als 2 Jahresgewinne des US-Banksektors. Damit es auch in so einem Total-Distress-Szenario zu einer GFC 2.0 kommt, müsste man davon ausgehen, dass die Fed an der Seitenlinie

bleiben, zugucken und nichts machen würde. Dies ist unrealistisch. Mit der Erfahrung von 2007/2008 würde in so einem Szenario die Fed sicherlich viel pro-aktiver agieren als damals, um den Banken zu ermöglichen, die Verluste über einen Zeitraum von 2 Jahre zu strecken. Plus: die wirtschaftlichen Auswirkungen einer breiten CRE-Krise würden immer geringer als die einer breiten Krise im US-Wohnimmobilienmarkt ausfallen – gemessen am Wert der Immobilien, ist letzterer 3x größer als der gesamte CRE-Markt und knapp 15x größer als der US-Büromarkt. Also, auch in einem Super-Distress-Szenario im CRE-Markt gilt: die Wahrscheinlichkeit, dass wir eine vom US CRE-Markt ausgelöste GFC 2.0 erleben, ist extrem niedrig - weniger als 5%.

3. Krisen sind oft die Quelle für attraktive Investmentopportunitäten. Diesmal auch?

Potenziell ja. Warum? Fundamental ungerechtfertigter „contagion effect“. Bedeutet: wenn es zu substanziellen Distress im US-Office Markt kommen sollte, werden Anleihen von Banken unter Druck geraten. Bei einigen wird es gerechtfertigt sein. Bei anderen nicht. Wir haben in den letzten Wochen mehrere europäische Banken und Bankanleihen unter die Lupe genommen. Sollte es zum „contagion effect“ kommen und es dann bei Anleihen solider Banken fette Renditen geben, sind wir bereit „zuzuschlagen“.

*Note: CMBS = Commercial Mortgage Backed Securities



Japanturm

„ÜBERTRIEBENE RISIKOEINPREISUNG SORGT FÜR HOHE ATTRAKTIVITÄT VON INSURANCE BONDS.“

Portfoliomanager Rötger Franz zur bilanziellen Lage der Versicherungsbranche, den Folgen des schnellen Zinsanstiegs im Jahr 2022 sowie der Frage, ob der Regulator Abschreibungen bei Insurance Bonds ebenso anordnen kann wie bei den Additional Tier 1 Anleihen der Credit Suisse. Die Fragen hierzu stellte der Frankfurter Finanzjournalist Dr. Martin Ahlers.



Rötger Franz ist Portfoliomanager beim Züricher Fondsanbieter Plenum Investments. Der 2001 gegründete Vermögensverwalter hat sich auf Versicherungsrisiken spezialisiert. Die Kernkompetenz liegt im Management von Naturkatastrophen-, Langlebigkeitsrisiken und regulatorischem Versicherungskapital. Franz verfügt über mehr als 20 Jahre internationale Erfahrung in der Coverage von Versicherungen. Als Sell Side Credit Analyst bei der Société Générale wurde er zehnmal in Folge im Euromoney Fixed Income Research Survey als bester Versicherungsanalyst in Europa ausgezeichnet. Er stieß im April 2020 zur Plenum Investment AG und ist dort verantwortlich für Insurance Bonds.

Herr Franz, fangen wir mit einer persönlichen Frage an: In Ihrem kompletten Berufsleben dreht sich alles um die Versicherungswirtschaft. Wie kam es dazu und was fesselt Sie daran so sehr?

Das war eigentlich eher ein Zufall. Ursprünglich wollte ich mich im Studium auf das Gesundheitswesen spezialisieren. Dazu gab es an meiner Uni in Köln damals allerdings nicht viele Möglichkeiten. Wir hatten aber ein sehr namhaftes Institut für Versicherungswissenschaft. Mein Gedanke war daher, mich dort auf das Thema Krankenversicherung zu fokussieren. Zur selben Zeit begannen aber viele Umbrüche in der Versicherungswirtschaft und der Sektor wurde richtig spannend, sodass ich dabei geblieben bin.

Von Bankenpleiten liest man in der Presse relativ häufig. Das prominenteste Beispiel ist hier sicherlich Lehman Brothers. Gibt es bei Versicherungen ähnliche Situationen?

Wie in jedem Wirtschaftssektor gibt es natürlich auch bei Versicherungen Insolvenzen. Sie sind aber sehr selten geworden. Bevor es zu einer Insolvenz im klassischen Sinn kommt, erfüllt ein Versicherer in der Regel seine Kapitalanforderungen nicht mehr. In diesem Fall werden dann je nach Bondstruktur Coupons gestrichen oder aufgeschoben und/oder der Bond wird abgeschrieben, in Eigenkapital umgewandelt und verspätet zurückgezahlt. Für die zuletzt relativ geringe Anzahl von Versicherungspleiten sind sicherlich auch das verbesserte Aufsichtssystem und die mit Inkrafttreten von Solvency II im Jahr 2016 nochmals deutlich verschärfte Regulierung verantwortlich. Im Gegensatz zu Banken sind Versicherungen in der Praxis auch keinem empirisch belegbaren „Run Risk“ ausgesetzt. Auf lange Sicht weist der Versicherungssektor die niedrigsten Ausfallraten aller Sektoren aus.

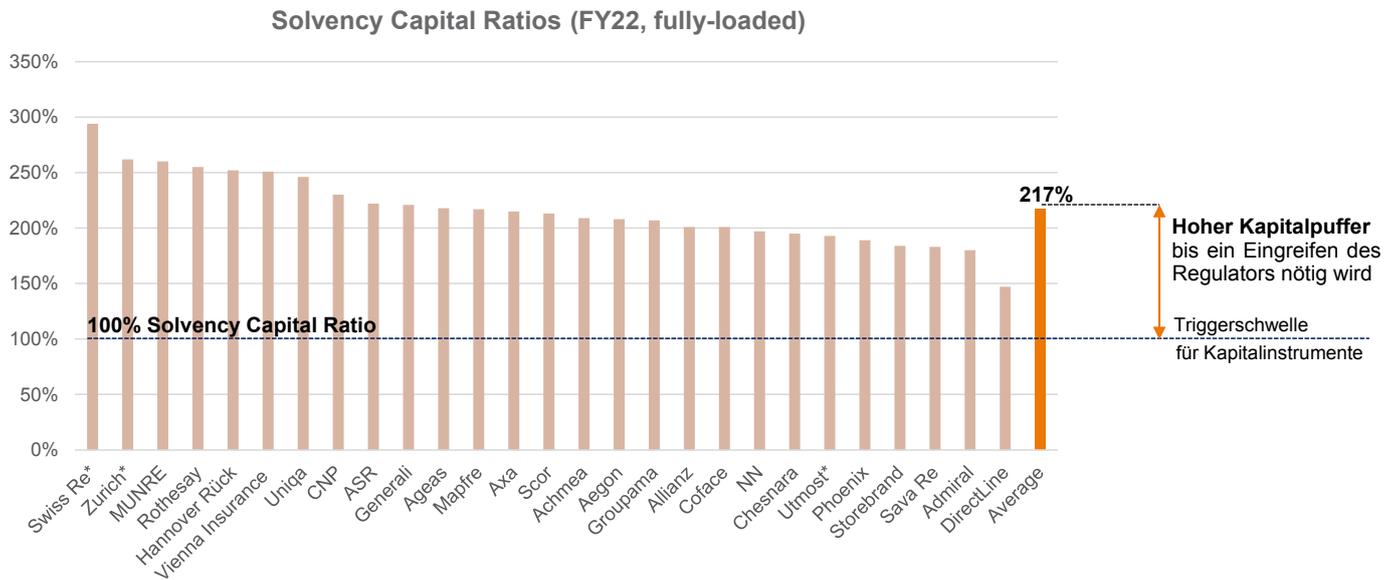
Sie sprechen die Regulierung bereits an. Können Sie bitte in einfachen Worten schildern, was die „Solvency Ratio“ ist?

Die Solvency Ratio gibt das Verhältnis des vorhandenen regulatorischen Kapitals zum aufsichtsrechtlich geforderten Risikokapital einer Versicherung an.

Dabei werden die Kapitalanforderungen auf Basis eines Kapitalmodells berechnet. Dieses ist auf einen 99,5% VAR

kalibriert oder vereinfacht gesagt: Ein Versicherer, der seine Kapitalanforderungen erfüllt, d.h. eine Solvency Ratio von 100% hat, hat so viel Kapital, dass er in der Lage ist, eine Stresssituation, die einmal in 200 Jahren vorkommt, zu überstehen. Die meisten großen Versicherer, die Bonds emittieren, haben Solvency Ratios von 180-250%, also deutlich mehr Kapital als aufsichtsrechtlich vorgeschrieben.

Solide Solvency Capital Ratios



Quelle: Plenum Investment AG, Unternehmenskennzahlen, *SST

Kommen wir zur Anlageseite: Wie spannend sind Insurance Bonds aktuell auf einer Skala von 1 bis 10 (1 = unattraktiv und 10 = äußerst interessant)?

8! Insurance Bonds sind immer in turbulenten Zeiten besonders interessant. Am meisten haben Investoren in der Finanzkrise 2008 und in der Eurokrise mit Versicherungsanleihen verdient. Auch jetzt herrscht viel Unsicherheit am Markt und bei Versicherungsanleihen wird deutlich zu viel Risiko eingepreist.

Wo sehen Sie das größte oder die größten Risiken für die Asset Klasse „Insurance Bonds“?

Die größten Risiken sind meiner Meinung nach

- unbekannte Korrelationen von Versicherungs- und Nicht-Versicherungsereignissen, die von den Kapitalmodellen nicht abgedeckt sind,
- dass ein großer und stabiler Versicherer entgegen der Marktkonvention einen T2-Bond nicht zum ersten Kündigungstermin kündigt,
- und zu guter Letzt als Klassiker, eine deutliche Unterreservierung (also nicht ausreichende Rückstellungen zur Deckung von in der Regel langfristigen Schäden) eines größeren Emittenten.

Allerdings sind die Eintrittswahrscheinlichkeiten aus meiner Sicht sehr gering.

Insurance Bonds sind ein absoluter Nischenmarkt. Woran lässt sich das außer am Volumen festmachen und welche Implikationen hat das für Sie als Fondsmanager?

Zurzeit haben alle ausstehenden Insurance Bonds zusammen ein Volumen von ca. EUR 200 Mrd. und sie machen nur ca. 5% des Bloomberg Pan-European Aggregate Index aus, was nicht sehr viel ist. Außerdem gibt es kaum Spezialisten im Markt. Von einst ca. 15 spezialisierten Sell Side Credit Analysten für Versicherungen in Europa, die Research publiziert habe, ist kein einziger mehr übrig. Auf der Buy Side gibt es vielleicht noch zehn Spezialisten in Europa, von denen die meisten allerdings Teil des Analystenpools eines großen Asset Managers sind und keine spezialisierten Produkte managen. Zwar gibt es viele Analysten und Portfoliomanager die „Financials“ analysieren, diese widmen sich aber fast ausschließlich dem viel größeren Bankensektor.

Auf der Produktseite sieht es nicht anders aus. Es gibt zwar viele Financials Bond Funds, die aber in der Regel Insurance Bonds stark untergewichtet haben. Meines Wissens gibt es nur zwei Anbieter reiner Insurance Bond Funds mit sehr unterschiedlichen Profilen.

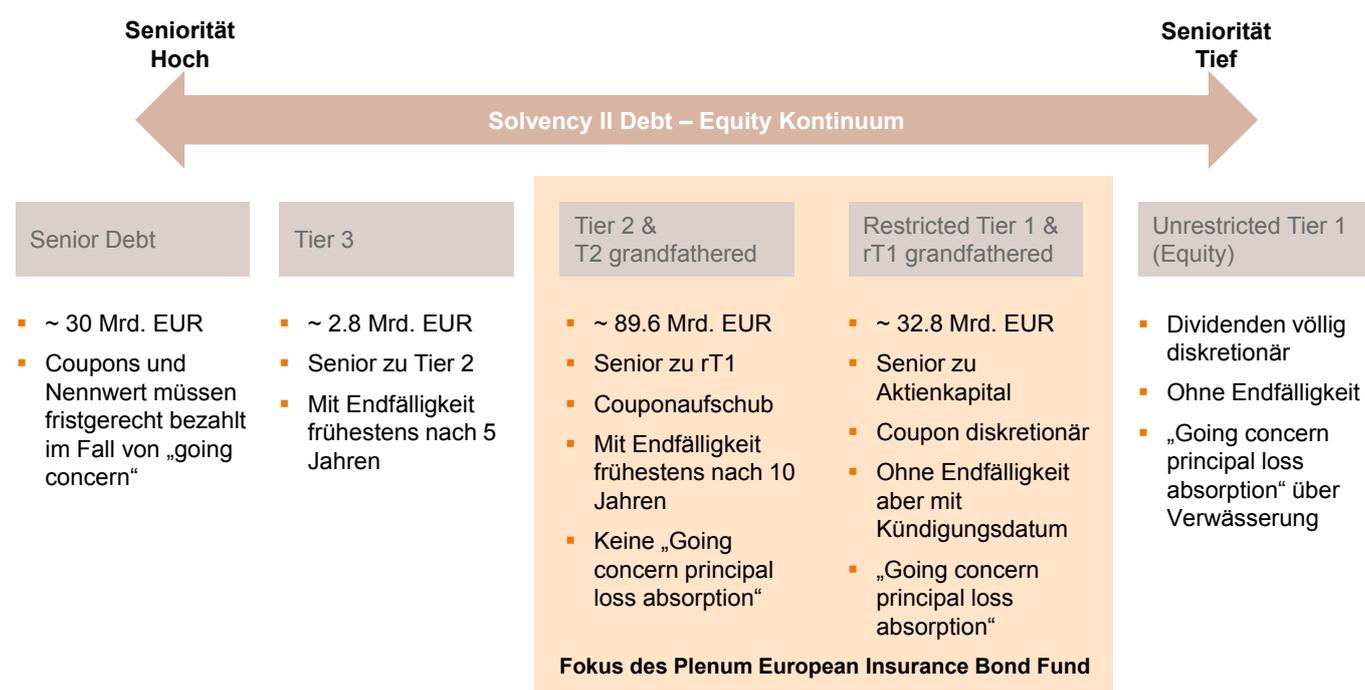
Wenn Sie als Anleger auf die Passivseite einer Versicherung schauen, welche Instrumente sind für Sie dann besonders spannend und warum?

Am spannendsten sind sicherlich restricted Tier 1 (rT1) Papiere (zur Erklärung siehe Kasten). Das Anlageuniversum ist begrenzt, die Bonds sind weniger liquide als in anderen Sektoren und der Markt schätzt die Risiken meist falsch ein. Hier ergeben sich die interessantesten Trades und Möglichkeiten, Alpha zu generieren.

Restricted Tier 1 Anleihen versus Tier 2 Anleihen

Restricted Tier 1 (rT1) Papiere sind Nachranganleihen, die unter Solvency II als regulatorisches Kapital angerechnet werden können. Damit dies möglich ist, müssen sie unter anderem unbefristet sein und eine mindestens fünfjährige Non-Call-Periode enthalten. Gleichzeitig müssen sie über Mechanismen verfügen, die dazu geeignet sind, Verluste der ausgebenden Versicherung abzufedern. D.h. Kuponzahlungen fallen aus und der Bond wird entweder abgeschrieben oder in Aktienkapital umgewandelt, wenn ihr Emittent die Solvenzkapitalanforderungen nicht erfüllt. Aus Anlegersicht sind rT1 Anleihen somit deutlich restriktiver ausgestaltet und riskanter als Tier 2 Instrumente. Letztere enthalten schließlich keine Verlustabsorptionsmechanismen und Kuponzahlungen werden nur aufgeschoben, wenn die Solvenzkapitalanforderungen nicht erfüllt sind.

Anlageuniversum Kapitalformen unter Solvency II



Quellen: Plenum Investment AG, Bloomberg.

Kommen wir speziell zu Ihrem Fonds: Welche Portfoliorendite weist der Plenum European Insurance Bond Fund derzeit auf?

Derzeit hat der Fonds eine Yield to Maturity von 6,4% und eine Yield to Expected Call (YTeC) von 6,3%. Die YTeC bezieht sich auf die Ausübung des vorzeitigen Kündigungsrechts des Emittenten. Im Markt besteht grundsätzlich die Erwartung, dass institutionell platzierte gehandelte Tier 2 Anleihen zum ersten Kündigungstermin gekündigt werden, selbst wenn es für den Emittenten rechnerisch vorteilhaft wäre, die Anleihe nicht zu kündigen. Sollte ein solcher Tier 2 Bond nicht gekündigt werden, wäre dies allerdings eine Enttäuschung der Investorenerwartungen, was sicherlich Konsequenzen für das Pricing zukünftiger Anleiheemissionen, insbesondere des jeweiligen Emittenten, hätte. Bei restricted Tier 1 Anleihen gibt es noch keine Erfahrungswerte, da es sich hier um eine relative neue Bondklasse handelt und noch kein größerer rT1 Bond sein erstes Kündigungsdatum hatte. Zudem sind Versicherer bei rT1 Anleihen aufsichtsrechtlich angehalten, im Vorfeld nicht den Eindruck zu erwecken, dass das Kündigungsrecht ausgeübt wird. Trotzdem lassen sich aus der Unternehmenskommunikation und dem Kapitalmanagement Rückschlüsse auf die Kündigungsdisziplin schließen. D.h., dass man als Spezialist meist eine sehr genaue Vorstellung von den erwarteten Kündigungsdaten hat. Sollte das einmal nicht der Fall sein, nehmen wir von einem Kauf Abstand.

Plenum European Insurance Bond Fund

Fokus:	Versicherungsnachträge
Fondsstruktur:	UCITS V
Liquidität:	Täglich
ISIN I EUR Klasse:	LI1103026582
Management Fee:	0,55%
Nachhaltigkeit	Artikel 8

2022 haben wir den schnellsten Zinsanstieg aller Zeiten erlebt. Nach vorne geblickt: Was bedeutete dies erstens für die Performance der Asset Klasse und zweitens für die fundamentale Lage der Versicherungen?

Der Zinsanstieg hatte natürlich einen starken negativen Effekt auf die Bewertung von Anleihen allgemein und wir konnten auch eine starke Spread-Ausweitung beobachten. Fundamental sind die Versicherer aus dem Zinsanstieg aber gestärkt hervorgegangen. Insbesondere in der Lebensversicherung, in der es immer noch große Policenbestände mit langfristigen Garantien gibt, wurde die Kapitalisierung vieler Versicherer deutlich gestärkt.

Können Sie zur Verdeutlichung dafür ein Beispiel geben?

Nehmen wir an, ein Versicherer hat noch eine alte Police aus den 1990er Jahren im Bestand, die – vereinfacht gesagt –

eine jährliche Verzinsung von 4% garantiert. Diese Garantie hatte in der Tiefzinsphase erhebliche Kapitalanforderungen. Durch den starken Zinsanstieg sind diese dann deutlich gesunken, wodurch die Solvency II Ratio wieder gestiegen ist. Davon haben natürlich vor allem Versicherer profitiert, die als Geschäftsmodell solche Altbestände übernehmen, wie z.B. Athora.

O.k., zurück zur Ausgangsfrage. Die in diesem Jahr erwartete Zinswende müsste sich sachlogisch dann aber negativ auf die Bilanzen von Versicherungen auswirken?

Natürlich ist diese Vermutung naheliegend. Hierbei müssen wir aber ein paar Punkte bedenken. Erstens, der Zinsrückgang wird langsamer sein als der Zinsanstieg. Dadurch können Versicherer die Auswirkungen durch ihre operative Kapitalgenerierung über diesen längeren Zeitraum ausgleichen. Viele Versicherer haben auch gewisse Puffer, da sie die Sonderdividenden und Aktienrückkäufe der letzten Jahre kürzen können. Zudem haben viele Versicherer durch aktives Kapitalmanagement oder durch Zurückfahren des betreffenden Geschäfts die Zinssensitivität ihrer Bilanzen in den letzten Jahren weiter reduziert. Und last but not least sind viele Versicherer derzeit eher überkapitalisiert und eine Reduktion der Solvenzquoten in Richtung der individuellen Zielkorridore war sowieso geplant. Was Zinssenkungen angeht, sind wir daher in keiner Weise besorgt.

Die größte Angst in der Finanzbranche scheint momentan das Thema „Immobilien“ und hier insbesondere „US-Office“ zu bereiten. Müssen Sie davor auch zittern? Einige Versicherer waren ja wohl auch bei Signa involviert?

Immobilien sind zurzeit ein großes Thema im Markt und in absoluten Zahlen sind die Positionen der Versicherer erheblich. Allerdings werden diese zum Großteil in der Lebensversicherung gehalten und Abschreibungen werden dort hauptsächlich über die jährliche Gewinnbeteiligung auf die Versicherten abgewälzt, wie wir es auch bei den großen Finanzkrisen der letzten 20 Jahre beobachten konnten. Ein weiterer Teil wird in der fondsgebundenen Lebensversicherung oder im Asset Management gehalten und belastet somit auch kaum die Bilanzen der Versicherer. Der Restbetrag ist dann aus meiner Sicht überschaubar.

Welche Frage haben wir Ihnen nicht gestellt, hätten dies aber aus Ihrer Sicht unbedingt tun müssen?

Im letzten Jahr hätte jeder gefragt, ob der Regulator bei Versicherern – wie bei der Credit Suisse – die Abschreibung einer rT1 Anleihe einfach anordnen kann. Die Antwort auf diese Frage ist ein klares NEIN. Die Trigger-Level für rT1 Anleihen sind ausschließlich quantitativer Natur und lassen dem Regulator keinen Entscheidungsspielraum.



Maintower



Palmengarten

© Peter Wiederholt

„DER FONDS HAT UNSERE ERWARTUNGEN BISHER MEHR ALS ERFÜLLT.“



Lukas Grimm (rechts) im Interview mit Tim Habicht von Fundview beim Finale des Future-Fundstars-Wettbewerbs

Herr Grimm, beim Future-Fundstars-Finale durften Sie in Mannheim den FAM Convex Opportunities pitchen. Sie haben dabei von einem „kapitaleffizienten Tail-Risk-Hedge“ gesprochen. Was verstehen Sie darunter?

In der Tat war das Finale ein cooles Event mit interessanten Teilnehmern. Es hat uns sehr gefreut, dass wir hierzu eingeladen worden sind.

„Kapitaleffizienz“ bedeutet im Zusammenhang mit unserem Fonds, dass wir das investierte Kapital einerseits zur Absicherung von Tail-Risks wie etwa der Finanzkrise oder des Corona-Crashes nutzen. Andererseits setzen wir es dafür ein, um bewusst Risiken einzugehen und dadurch Renditen zu generieren. Jeder investierte Euro erfüllt also zwei Zwecke und wird somit aus Sicht des Anlegers effizient verwendet.

Seit Auflage des Fonds gab es glücklicherweise noch kein Tail-Risk-Ereignis. Wie liefen die ersten neun Monate für den FAM Convex Opportunities? Sind Sie zufrieden?

Ja, das Team, zu dem neben mir auch Silvia Ohlig und Rui Soares gehören, darf zufrieden sein. Wir haben die Strategie in den ersten neun Monaten sauber umgesetzt und das Produkt hat die Erwartungen mehr als erfüllt. Momentan ist der FAM Convex Opportunities on track, eine Performance von ca. 7-8% p.a. zu liefern. Außerdem, und das ist noch wichtiger, bestätigt die Entwicklung die Ergebnisse aus unseren Backtests.

FAM Convex Opportunities I seit Auflage



Quelle: Axxion, Stand 19.03.2024

Im Herbst letzten Jahres ging es etwas volatil zu. Seitdem ist die Performance sehr stabil. Können Sie uns die Wertentwicklung etwas genauer erklären?

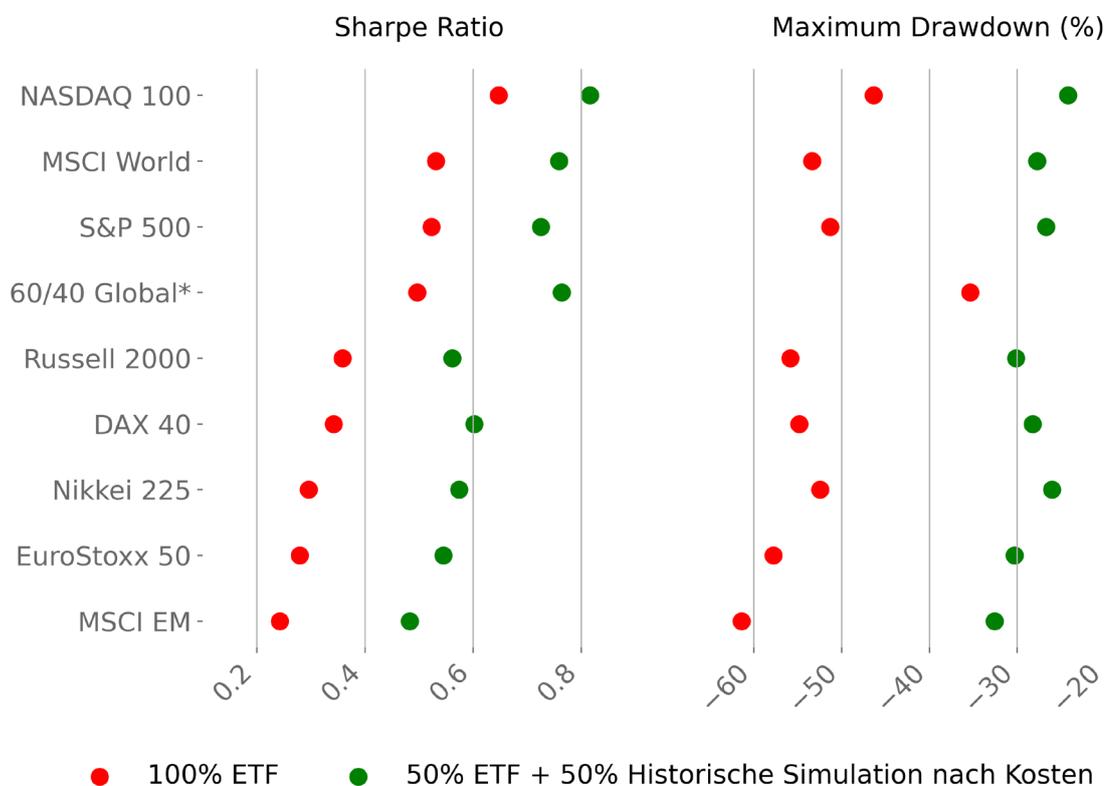
Wie sensibel unser Optionsportfolio auf Entwicklungen am Aktienmarkt reagiert, hängt in erster Linie davon ab, wie nahe die Basispreise am Kurs des Aktienindex liegen. Je dichter, desto höher ist die Sensitivität.

Im Herbst 2023 gab es an den Märkten einen stetigen Abverkauf. Der S&P 500, den wir als Underlying verwenden, rückte immer näher an unsere Basispreise heran, weshalb die Sensitivität zunahm. Seit November hat sich der Markt stark nach oben bewegt und somit stetig weg von unseren Basispreisen.

Die positive Entwicklung an den Märkten ging auch mit einem deutlichen Rückgang der impliziten Volatilitäten einher. Zurzeit notiert der VIX-Index bei knapp 15 Punkten. Welche Rolle spielt das aktuelle Volatilitäts-Umfeld für den FAM Convex Opportunities?

Obwohl es auf den ersten Blick wenig intuitiv erscheinen mag, ist die niedrigere Volatilität durchaus positiv für die Strategie. Denn in diesem Umfeld sinken die Preise von Put-Optionen, die wir als Tail-Risk-Absicherung kaufen stärker als die Preise der Put-Optionen, die wir zur Ertragsgenerierung verkaufen. In einem solchen Umfeld wird es zunehmend einfacher und attraktiver, Tail-Risiken abzusichern.

Mehrwert der Strategie auf Gesamt-Portfolioebene



Quelle: CBOE, Bloomberg, historische Simulation der Strategie nach Kosten 01.01.2004 – 29.12.2023 (ohne Anleiheportfolio), Stand 19.03.2024

Erläuterung: Die hälftige Beimischung des FAM Convex Opportunities (historische Simulation nach Kosten) zu einem Aktieninvestment senkt das Risiko (Volatilität) bei gleichbleibender Rendite (=erhöhte Sharpe Ratio). Gleichzeitig reduziert die Beimischung der Strategie den Maximum Drawdown deutlich im Vergleich zu sämtlichen aufgeführten Aktienindizes.

Ändert dieses Umfeld also ihre Portfolio-Strategie für die kommenden Monate?

Grundsätzlich ändert das jeweilige Börsenumfeld nichts an der Strategie des FAM Convex Opportunities, die zumindest hinsichtlich der Optionen auf einem systematischen Ansatz beruht. Wie schon erwähnt, sind die Absicherungen günstiger geworden und der Fonds konnte etwas mehr davon kaufen. Beim Anleiheportfolio könnte es im Jahresverlauf eine kleine Anpassung geben. Dort haben wir zurzeit eine Rendite von 3,9% p.a. bei einer Duration von 0,5 und einem Durchschnittsrating von Aa1. Sollte die EZB ab Sommer einige Zinssenkungen vornehmen, würden wir die Duration sukzessive auf bis zu 1,5 erhöhen.

FAM RENTEN SPEZIAL I

Vertriebsstatus: Hard Closing

ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Renten Spezial richtet sich an alle Zinssparer, die einen überdurchschnittlichen Ertrag anstreben und dafür bereit sind, gewisse Risiken einzugehen. Der Schwerpunkt des breit gestreuten Rentenportfolios liegt bei Senior-Firmenanleihen aus Europa mit einem Non-Investmentgrade-

Rating. Daneben kann z.B. auch in Nachranganleihen von Industrie- und Finanzunternehmen investiert werden. Die Referenzwährung lautet auf Euro, wobei auch andere Währungen beigemischt werden können.

PERFORMANCE FAM RENTEN SPEZIAL VS. HY ETF (15.09.2015* - 31.03.2024) *seit 01.03.2022 FAM Renten Spezial A Tranche, davor I-Tranche



MANAGERKOMMENTAR: WARUM DIE DREI NEUEN „DEBT ADVISED UNTERNEHMEN“ KEIN VORBOTE FÜR RUPPIGE ZEITEN SIND

Der März brachte drei Paukenschläge am europäischen High Yield Markt: Die Unternehmen Intrum, Altice und Ardagh hoben alle die Hand und teilten mit, dass eine „Hilfe der Kreditgeber“ erforderlich sei und schalteten jeweils Debt Advisor ein. Bevor wir darauf eingehen, ob es bedauerliche Einzelfälle sind oder ein neuer Trend etabliert worden ist: Der FAM Renten Spezial ist in keinem dieser drei Namen investiert gewesen. Unsere Benchmark, der breite HY-Markt, repräsentiert durch den iShares Euro High Yield Corporate Bond ETF, ist naturgemäß in allen drei Emittenten engagiert, und zwar mit 2,17% in Altice, 0,73% in Intrum und 0,66% in Ardagh.

Auch wenn der FAM Renten Spezial diese drei voraussichtlichen Restrukturierungsfälle erfreulicherweise nicht im Portfolio hatte, stellte sich natürlich die Frage, ob es sich ggf. um Vorboten für eine ruppigere Phase handeln könnte. Final beantworten wird man dies erst in einigen Monaten können, aber aus heutiger Sicht wissen wir folgendes: (1) bei allen drei Namen zeigten die tiefen Bondpreise und die damit verbundenen sehr hohen Credit Spreads bereits seit langer Zeit an, dass ein Schuldenschnitt droht. (2) Alle drei Unternehmen wiesen über viele Jahre hinweg einen schwachen bzw. negativen Free Cash Flow bei einem gleichzeitig sehr hohen Schuldenberg auf. (3) Der europäische HY Primärmarkt bleibt weiterhin sehr schwungvoll mit knapp 30 Milliarden Euro

Neuemissionsvolumen im ersten Quartal 2024 – das stärkste Vierteljahr seit dem äußerst aktiven Q4 2021.

Die allermeisten europäischen HY-Emittenten sind also gut durchfinanziert und weisen in der Regel auch ordentliche Finanzkennzahlen auf, insbesondere einen vertretbaren Leverage sowie eine solide Zinsdeckung. Seit Sommer 2023 gibt es kontinuierlich mehr Rating-Hochstufungen als Downgrades, ebenfalls ein klares Zeichen für einen in der Breite gesunden Markt.

Daher kann festgehalten werden, dass eine gute fundamentale Kreditanalyse weiterhin unerlässlich bleibt, aber sich kein neuer Default-Trend abzeichnet. Im Gegenteil ist von hier ab eher eine ruhigere Phase wahrscheinlich und insofern erscheint der aktuelle Credit Spread, welcher im Bereich von 300 bis 350 Basispunkten liegt, durchaus angemessen.

Das Portfolio des FAM Renten Spezial weist weiterhin einen deutlich höheren Zinsvorsprung aus als der breite Markt - derzeit beträgt der Faktor fast 2x. Dabei wird weiterhin auf eine kurze Duration geachtet, um die Wertentwicklung zu stabilisieren und damit ggf. in schwächeren Marktphasen entstehende Opportunitäten nutzen zu können.

Top Emittenten Renten

5,750% Sigma Holdco BV (Upfield) 2026	3,1 %
9,250% Summer BC Holdco A Sarl 2027	3,1 %
10,000% Tele Columbus AG 2029	2,8 %
5,750% Lenzing AG Perp NC 2025	2,7 %
4,000% Landesbank Baden-Wuerttemberg Perp NC 2025	2,5 %
7,375% LeasePlan Corp NV Perp NC 2024	2,5 %
2,875% AT&T Inc Perp NC 2025	2,4 %
7,000% Bayerische Landesbank Perp NC 2028	2,3 %
8,500% Vallourec SACA 2026	2,0 %
10,687% SGL Group ApS 2028	2,0 %

Bonitätsaufteilung

Cash	1,2 %
Baa	10,8 %
Ba	35,0 %
B	37,7 %
Caa	15,3 %

Währungsallokation

EUR	98,9 %
USD	0,7 %
CHF	0,4 %

Asset Allocation

Renten	98,8 %
Kasse	1,2 %

Performance-Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflage	seit Auflage p.a.
FAM Renten Spezial	2,0 %	4,2 %	16,2 %	13,3 %	28,1 %	51,1 %	4,9 %
iShares Euro HY*	0,0 %	0,3 %	8,7 %	3,8 %	10,0 %	24,5 %	2,6 %
Differenz	2,0 %	3,9 %	7,5 %	10,1 %	18,1 %	26,6 %	2,3 %

*Blackrock ETF-Bloomberg EUNW GY

STAMMDATEN

ISIN	DE000A14N878
WKN	A14N87
Rücknahmepreis (EUR)	112,19
Fondsvermögen (EUR Mio.)	105,71
Auflagedatum	15.09.2015
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Donner & Reuschel AG
KVG	Hansainvest Hanseatische Invest GmbH
Domizil	Deutschland
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
Maximaler Ausgabeaufschlag	3,00 %
TER	0,78 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	0,50 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	Geschlossen
Sparplanfähig	Ja

AUSSCHÜTTUNGEN

12.02.2024	4,00 €
20.02.2023	4,00 €
28.02.2022	4,00 €
15.02.2021	4,00 €
24.02.2020	4,00 €
04.03.2019	4,00 €

FONDS-KENNZAHLEN

Investitionsgrad	98,8 %
Rendite bis Endfälligkeit	9,4 %
Durchschnittliche Fälligkeit (Jahre)	3,2
Modified Duration	2,6
Spread Duration	2,5
Durchschnittlicher Kupon	6,4 %
Durchschnittlicher Anleihepreis	94,9
Fremdwährungsexposure (FX)	1,1 %

STATISTIK

Volatilität (3 Jahre)	4,7 %
Sharpe-Ratio (3 Jahre)	1,05
Maximum Drawdown	-21,0 %
Time-to-Recovery (Tage)	248

Best Fund over 3 Years
Bond EUR High YieldBest Fund over 5 Years
Bond Global EURBest Fund over 3 Years
Bond Global EURGewinner der Kategorie
RENTEN

FAM CREDIT SELECT I

Vertriebsstatus: Offen

ANLAGESTRATEGIE

Ziel des Fonds FAM Credit Select ist die Vermögensbildung bzw. Vermögensoptimierung. Der Schwerpunkt des breit gestreuten Rentenportfolios (Ratingspektrum von Aaa bis B3) liegt bei Senior-Firmenanleihen aus Europa. Daneben

kann z.B. auch in Nachranganleihen von Industrie- und Finanzunternehmen investiert werden. Die Referenzwährung lautet auf Euro, wobei auch andere Währungen beigemischt werden können.

PERFORMANCE FAM CREDIT SELECT (18.10.2023* - 31.03.2024)

*Auflage des FAM Credit Select


MANAGERKOMMENTAR:

STARKES 1. QUARTAL – DER FAM CREDIT SELECT ZEIGT ALPHA, KNACKT DIE 50-MILLIONEN-EURO-MARKE UND FINDET IMMER WIEDER KURZLÄUFER MIT HOHEN RENDITEN

Ende März, und damit rund fünf Monate nach Fondsaufgabe, erreicht der FAM Credit Select die wichtige Marke von 50 Millionen EUR Fondsvolumen. Mindestens ebenso relevant ist jedoch die Tatsache, dass die neuartige Fondsidee („High Yield ähnliche Rendite mit IG-Rating“) bislang auch hinsichtlich der Performance sehr gut funktioniert. Denn während das Jahr 2024 am Rentenmarkt durchaus eher gemischt verläuft, schaffte der FAM Credit Select im ersten Quartal einen erfreulichen Zuwachs von über zwei Prozent. Dies ist im Kontext vom REXP (als Maßstab für AAA-Papiere), der 1,11% einbüßte, den BBB-Euro Corporates mit einem leichten Plus von 0,66% sowie dem Euro High Yield Markt, wo der marktführende ETF um 0,28% zulegen konnte, ein beachtliches Alpha. Seit Fondsaufgabe am 18. Oktober 2023 beträgt der Wertzuwachs je nach Anteilsklasse zwischen 5,56% und 5,96%.

Eine vergleichsweise große Position mit ca. 2% Gewichtung wurde im Berichtsmonat mit dem 6,25% Hamburg Commercial Bond 11/2024 zu Par aufgebaut. Für rund acht Monate Restlaufzeit ergibt sich bei dieser Senior Non-Preferred Anleihe (Rating Baa2) ein Ertrag von gut 4% oder eine Rendite von 6,25%. Dabei ist die operative Entwicklung der Hamburg

Commercial Bank (Corporate Family Rating von A3) gemessen an fast allen relevanten Kennzahlen hervorragend. So wurde bspw. im letzten Jahr ein Rekordgewinn erzielt. Im Gegenzug wird am 10. April der Tier 2 Bond der Norddeutschen Landesbank endfällig, so dass der Anteil des Bankensektors danach bei rund 15% liegen wird. Die typischen Corporate Bond ETFs weisen eine mehr als doppelt so hohe Bankengewichtung auf.

Aufgrund der attraktiven Portfoliorendite in Höhe von 6,4% in Kombination mit der soliden Kreditqualität (Baa2-Rating im Durchschnitt) und der kurzen Duration von 2,6 bietet der FAM Credit Select weiterhin ein einzigartiges Chance-Risiko-Profil. Bislang ist es seit dem Fondsstart gelungen, diese Kennzahlen auf diesem Niveau zu halten. Relative Value findet sich derzeit bei Bankanleihen sämtlicher Rangstufen, Versicherungs-Nachträgen („Insurance Bonds“) und ausgewählten High Yield Corporate Bonds sowie vereinzelt bei Wandelanleihen. Hier gefällt uns nach wie vor der Convertible von ams-OSRAM mit einer Rendite von über 7% besonders gut, da die Refinanzierung dieses unterjährigen Bonds unseres Erachtens bereits sichergestellt ist.

Top Emittenten Renten

0,000% German Treasury Bill 2024		2,9 %
0,625% Procter & Gamble Co/The 2024		2,4 %
0,000% ams-OSRAM AG 2025		2,2 %
3,000% Sparkasse Dortmund 2031		2,0 %
6,250% Hamburg Commercial Bank AG 2024		2,0 %
0,000% German Treasury Bill 2024		2,0 %
4,750% Direct Line Insurance Group PLC Perp NC 2027		1,9 %
4,000% Landesbank Baden-Wuerttemberg Perp NC 2025		1,4 %
2,750% Emirates Telecommunications Group Co PJSC 2026		1,3 %
5,250% SCOR SE Perp NC 2029		1,3 %

Bonitätsaufteilung

Cash		5,2 %
Aaa		11,2 %
Aa		8,9 %
A		5,4 %
Baa		26,3 %
Ba		22,9 %
B		20,0 %

Währungsallokation

EUR		99,8 %
USD		0,2 %

Performance-Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	seit Auflage	seit Auflage p.a.
FAM Credit Select	1,4 %	2,4 %					5,7 %

STAMMDATEN

ISIN	DE000A3D1WP8
WKN	A3D1WP
Rücknahmepreis (EUR)	1057,39
Fondsvermögen (EUR Mio.)	50,1
Auflagedatum	18.10.2023
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	KSK Köln
KVG	Monega KAGmbH
Domizil	Deutschland
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Thesaurierend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
Maximaler Ausgabeaufschlag	3,00 %
TER	1,07 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	0,70 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	100.000
Sparplanfähig	Nein

FONDS-KENNZAHLEN

Investitionsgrad	94,8 %
<i>davon Corporate Hybrids</i>	4,4 %
<i>davon Banken Hybrids</i>	11,2 %
<i>davon Versicherungs Hybrids</i>	8,9 %
Rendite bis Endfälligkeit	6,4 %
Ø Rating	Baa2
Ø Fälligkeit (Jahre)	3,1
Modified Duration	2,6
Spread Duration	2,6
Ø Kupon	4,4 %
Ø Anleihepreis	97,8
Fremdwährungsexposure (FX)	0,2 %

Statistik

Volatilität (seit Auflage)	1,6 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	n.v.
Maximum Drawdown	-0,5 %
Time-to-Recovery (Tage)	17

FAM PRÄMIENSTRATEGIE I

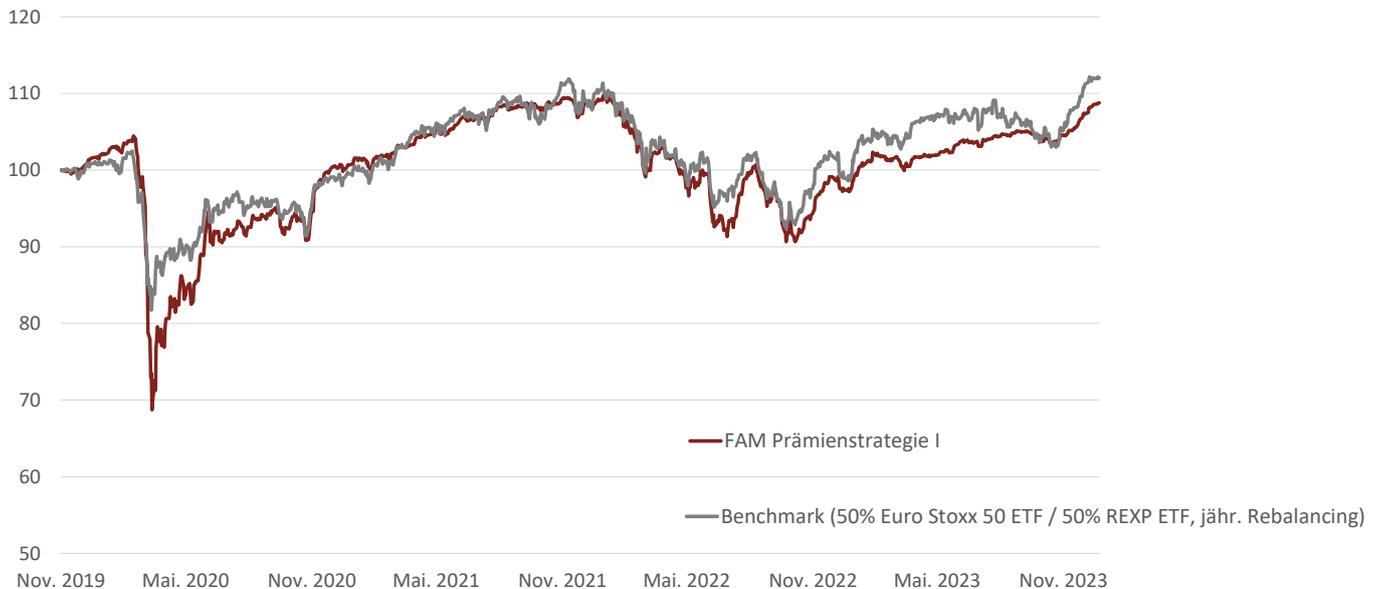
Vertriebsstatus: Offen

ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Prämienstrategie Fonds baut Aktienmarkt-Exposure über Optionen auf und nutzt dabei strukturelle und ökonomisch begründbare Marktineffizienzen im Optionsmarkt aus. Parallel wird die verfügbare Liquidität in ein breit gestreutes Rentenportfolio angelegt (Senior-Firmenanleihen mit Investment und Non-Investment Grade

Rating). Ziele sind (a) eine mittel- bis langfristige aktienähnliche Rendite mit einer niedrigeren Volatilität im Vergleich zum Aktienmarkt zu erzielen und (b) auch in seitwärtstendierenden Börsenphasen eine deutlich positive Rendite zu generieren.

PERFORMANCE FAM PRÄMIENSTRATEGIE I VS. EURO STOXX 50 (08.11.2019* - 31.03.2024)

*Auflage des FAM Prämienstrategie I


MANAGERKOMMENTAR: DREI BAUSTEINE, RELATIVE VALUE UND HY VS. PUT OPTIONEN

Die Prämienstrategie hat drei Bausteine: Investment Grade (IG) Anleihen, High Yield (HY) Bonds und Short Put Optionen auf Aktienindizes (gelegentlich auch auf „Quality“ Einzelaktien, die zwischenzeitlich eine anormal hohe Volatilität aufweisen).

In normalen Marktphasen - wenn alle Assetklassen konsistent gepreist sind - führt eine hohe Gewichtung bei HY und eine niedrige bei Short Put Optionen zu einem ähnlichen Chancen-Risiko Profil wie eine hohe Gewichtung bei Short Put Optionen und eine niedrige Gewichtung bei HY. In solchen Phasen ist das Chance-Risiko Profil symmetrisch: Wenn Rendite eingefahren werden soll, müssen höhere Risiken eingegangen werden; wenn weniger Risiko genommen wird, muss auf Rendite verzichtet werden. Wenn aber HY und Aktienoptionen nicht konsistent gepreist sind, kann ein Portfolio mit einem asymmetrischen Chance-Risiko aufgebaut werden. Die Renditeziele der Strategie können mit einem überdurchschnittlich konservativen Risikoprofil erreicht werden.

Momentan erleben wir eine preisliche Inkonsistenz zwischen HY und Aktienoptionen: Der HY-Markt preist ein negativeres wirtschaftliches Szenario ein als der Aktienoptionsmarkt (und der Aktienmarkt). Anders formuliert: Der Relative Value HY vs. Aktienoptionen ist momentan auf der HY-Seite besser. Dies ermöglicht dem Fonds, die HY-Quote hochzufahren und das

Exposure bei den Optionen niedrig zu halten und dabei folgendes Chance-Risiko Profil aufzubauen:

- Sollte es zum Soft Landing kommen, ist aufgrund von Zinssenkungen und Einengung der Credit Spreads eine 12-Monatsrendite von 8-10% realisierbar;
- Bei seitwärtslaufenden Märkten ist eine 12-monatige Rendite von 6-7% realistisch;
- Sollte es doch noch zu einem Hard Landing kommen und die Aktienmärkte um 35%-40% fallen, wird die Prämienstrategie vermutlich nur rund 10% verlieren. Plus: Aktienindexoptionen können dann zu einem sehr hohen Preis (Prämie) verkauft werden und dies führt in den kommenden 12-15 Monaten zu einer vollständigen Wertaufholung, selbst wenn der Aktienmarkt am Boden liegen sollte.

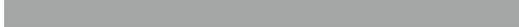
Die Prämienstrategie ist eine sehr flexible Strategie. In der aktuellen Portfoliokonstruktion dient IG als Stabilisator, HY als Renditepferd und Optionen als „Joker“ und zusätzlicher Renditebaustein, den wir opportunistisch einsetzen können, sobald sich dessen Relative Value verbessert.

Im nächsten Managerkommentar werden wir detaillierter über das Anleiheportfolio berichten: IG, HY und den Mehrwert von aktivem Portfoliomanagement.

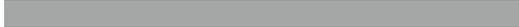
Top Basiswerte Optionen (Notional in % des Fondsvolumen)

EuroStoxx50  4,8 %

Optionen – Laufzeit

< 3 Monate  100 %

Optionen – Sektoraufteilung Basiswerte

Indizes  100 %

Performance Kennzahlen

	1 Monat	lfd. Jahr	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	seit Auflage
FAM Prämienstrategie	1,0 %	1,6 %	9,7 %	7,3 %	7,3 %	10,5 %
Benchmark	2,7 %	5,7 %	12,9 %	13,6 %	14,4 %	18,6 %
Differenz	-1,7 %	-4,1 %	-3,2 %	-6,3 %	-7,1 %	-8,1 %

STAMMDATEN

ISIN	LU2012959396
WKN	A2PNH6
Rücknahmepreis (EUR)	934,07
Fondsvermögen (EUR Mio.)	25,54
Strategievermögen (EUR Mio.)	407
Auflagedatum	08.11.2019
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Hauck Aufhäuser Lampe
KVG	Axxion S.A.
Domizil	Luxemburg
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
TER	1,27 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	0,60 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	500.000
Sparplanfähig	Nein

LETZTE AUSSCHÜTTUNGEN

06.12.2023	40,00 €
06.12.2022	40,00 €
06.12.2021	40,00 €
07.12.2020	40,00 €

FONDS-KENNZAHLEN

Seitwärtsrendite p.a.*	6,2 %
Max. Rendite p.a.*	6,2 %

Optionsportfolio

Investitionsgrad	4,8 %
Seitwärtsrendite (nur Zeitwert)	0,1 %
Max. Rendite p.a.	0,1 %
Wimbledon Put	-0,1 %
Ø Discount (zum Underlying)	26,3 %
Delta Optionsportfolio + Aktien	0,05
Ø Restlaufzeit Optionen (Tage)	85
Ø Strike	74 %

Anleiheportfolio

Investitionsgrad Anleihen	94 %
Rendite bis Endfälligkeit	6,2 %
Ø Kupon	3,4 %
Ø Bonität	Baa2
Ø Duration (Jahre)	2,7
Fremdwährungsexposure	0,5 %
Anzahl Emittenten	61

Statistik

Volatilität (seit Auflage)	11,4 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	0,2
Maximum Drawdown	-34,2 %
Time-to-Recovery (Tage)	392

* mit Wimbledon Put

FAM CONVEX OPPORTUNITIES I

Vertriebsstatus: Offen

ANLAGESTRATEGIE

Der FAM Convex Opportunities verkauft Put-Optionen auf den S&P 500 Index, um einerseits an einer Wertsteigerung des Index zu partizipieren, sowie die Volatilitäts-Risikoprämie zu verdienen. Zeitgleich werden Absicherungen für sehr große Krisen (auch Tail-Risk Events genannt) gekauft, um das getragene Risiko zu steuern. Die verfügbare

Liquidität wird in ein diversifiziertes Rentenportfolio mit sehr gutem Credit-Rating angelegt. Ziele sind (a) an positiven Marktphasen zu partizipieren und (b) in sehr schlimmen Krisen eine Quelle von Stabilität zu sein. Schwachpunkt der Strategie ist ein mittelgroßer Rückgang am US-Aktienmarkt.

PERFORMANCE FAM CONVEX OPPORTUNITIES I (12.06.2023 - 31.03.2024)



MANAGERKOMMENTAR: FED & SNB – ZINSENKUNGSZEIT

Chairman Powell hat nach der letzten Fed-Sitzung eine relativ klare Guidance gegeben: Drei Zinssenkungen bis Ende des Jahres sind zu erwarten. Die Schweizer Nationalbank (SNB) ging einen Schritt weiter und hat – durchaus etwas überraschend – in ihrer letzten Sitzung den Leitzins um 25 Basispunkte von 1,75% auf jetzt 1,50% gesenkt und ist damit die erste größere westliche Zentralbank, welche die Zinswende eingeleitet hat.

Die globalen Aktienmärkte haben diese Entwicklungen begrüßt. Im Berichtsmonat legte der S&P 500 Index 3,2% zu (Total Return), während der VIX-Index, welcher die impliziten Volatilitäten von 1-monatigen SPX-Optionen misst, um 0,3 Punkte auf 12,1 fiel. In diesem sehr positiven Umfeld verzeichnete der FAM Convex Opportunities ein Plus von 0,6%.

Nach zu viel Optimismus zur Jahreswende sind die vom Markt mittlerweile eingepreisten Zinssenkungen konsistent mit der Guidance der Zentralbanken. Die Yield für 10-jährige Bundesanleihen fiel um 11 bps und notiert nun bei 2,3%.

Das Anleiheportfolio des FAM Convex Opportunities bleibt weiterhin komplett Euro-basiert und am kurzen Ende positioniert mit einer Mod. Duration von 0,4. So profitiert der Fonds stetig vom (noch) hohen Leitzins der EZB.

Sinn und Zweck des Fonds ist es, absolute Ausnahmesituationen („Tail-Risks“) kapitaleffizient abzusichern. Dieses Ziel wird durch den Verkauf von Put-Optionen nahe am Spot-Preis und dem zeitgleichen Kauf von Put-Optionen weiter weg vom Spot-Preis verfolgt. Da es schwer bis unmöglich ist, die kurzfristige Entwicklung von Aktienmärkten vorherzusagen, setzen wir die Strategie systematisch um.

Wie in jedem Monat rollierte der Fonds im März einen Put-Spread. Da sich bei den impliziten Volatilitäten wenig getan hat, konnte die Long-Put Komponente preiswert erworben und so Tail-Risks zu attraktiven Konditionen abgesichert werden. Die Positionierung für diverse Stressphasen werden in der unteren Tabelle gezeigt, wobei die zugrundeliegenden Annahmen realitätsnah sind.

Optionsportfolio

	Short Puts	Long Puts
Durchschnittliche Moneyness	88 %	66 %
Investitionsgrad	201 %	439 %
Anzahl Kontrakte	90	260
Delta	0,16 %	-0,05 %
Durchschnittliche Restlaufzeit	83	83

Collateral Portfolio

	YTM	Mod. Duration	Rating	Anteil
Cash	3,76 %	0		26,0 %
Government	3,68 %	0,37	Aaa	39,6 %
Pfandbriefe	3,81 %	0,35	Aaa	3,4 %
Corporates	3,93 %	0,96	A	31,0 %
Gesamtportfolio	3,78 %	0,46	Aaa	100 %

Stress Test (30 Tage)*

	Finanzkrise	Eurokrise	Taper Tantrum 2.0	Corona Krise
FAM Convex Opportunities	-6,5 %	-8,4 %	-8,6 %	+5,6 %
US Equity (S&P 500 Index)	-26,9 %	-16,7 %	-12,05 %	-29,2 %
EUR Equity (Stoxx 50 Index)	-25,2 %	-17,9 %	-5,0 %	-36,2 %
High Yield (HE00 Index)	-23,8 %	-3,9 %	-0,7 %	-14,4 %
Investment Grade (ER00 Index)	-5,6 %	-0,7 %	-0,1 %	-4,7 %
Datum der Volatilitätsfläche	10.10.2008	08.08.2011	24.12.2018	16.03.2020

*Annahmen:

Tiefpunkt einer Krise = (lokaler) Höchstwert des VIX

Drawdowns = Performance in den 30 Tagen vor dem Tiefpunkt (wie oben definiert)

Performance Kennzahlen

	p.a.	1 Monat	lfd. Jahr	seit Auflage
Rendite	7,3 %	0,6 %	2,1 %	5,9 %
Volatilität				4,4 %

STAMMDATEN

ISIN	DE000A3E3Z11
WKN	A3E3Z1
Rücknahmepreis (EUR)	1058,68
Fondsvermögen (EUR Mio.)	19,11
Auflagedatum	12.06.2023
Geschäftsjahresende	31.12.
Verwahrstelle	Donner & Reuschel AG
KVG	Axxion S.A.
Domizil	Deutschland
Währung	EUR
Ertragsverwendung	Ausschüttend
Portfolioverwalter	FAM Frankfurt Asset Management AG
Maximaler Ausgabeaufschlag	5,00 %
TER	0,90 %
Bestandsprovision	0,00 %
Management-Fee	0,50 %
Performance-Fee	Keine
Mindestanlage (EUR)	Keine
Sparplanfähig	Nein

Statistik

Volatilität (seit Auflage)	4,4 %
Sharpe-Ratio (seit Auflage)	0,84
Maximum Drawdown	-4,5 %
Time-to-Recovery (Tage)	52



FAM Frankfurt Asset Management AG
Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main

Telefon +49 (0) 69 244 500 50
E-Mail info@frankfurtasset.com
Web www.frankfurtasset.com

IMPRESSUM

Herausgeber:
FAM Frankfurt Asset Management AG
Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main

Redaktionsschluss: 05.04.2024
Auflage: 750 Stück

Gestaltung & Realisierung:
motion one GmbH
Auf dem Bügen 2
65474 Bischofsheim

Fotos: Peter Wiederholt
© 2024 Änderungen vorbehalten

DISCLAIMER

Diese Publikation wurde von der FAM Frankfurt Asset Management AG erstellt. Sie ist kein Angebot, keine Anlageberatung oder Anlageempfehlung und keine unabhängige Finanzanalyse und kann eine Anlageberatung nicht ersetzen. Die gesetzlichen Anforderungen zu Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen wurden nicht eingehalten. Ein Verbot des Handels der besprochenen Finanzprodukte vor oder nach der Veröffentlichung dieses Dokuments besteht nicht.

Die Publikation dient ausschließlich der Information unserer Kunden und darf nicht weitergegeben werden. Sie darf weder ganz noch teilweise an Dritte weitergegeben oder ohne schriftliche Einwilligungserklärung verwendet werden.

Die Informationen in diesem Dokument beruhen auf externen Quellen, die wir für zuverlässig halten, aber keiner neutralen Prüfung unterzogen haben. Wir übernehmen weder Gewähr noch Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die in diesem Dokument vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassungen der Autoren dar und können sich jederzeit ändern; solche Meinungsäußerungen müssen nicht publiziert werden.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Der Wert jedes Investments oder der Ertrag kann sowohl sinken als auch steigen, und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Gesamtbetrag zurück. Dort, wo ein Investment in einer anderen Währung als der lokalen Währung des Empfängers der Publikation denominiert ist, könnten Veränderungen des Devisenkurses eine Negativwirkung auf Wert, Kurs oder Ertrag dieses Investments haben.