

Europäische Banken besser als ihr Ruf

Derzeitig benötigen Anleiheinvestoren starke Nerven: Anhaltend hoher Inflationsdruck, steigende Renditen und der Russland-Ukraine-Konflikt lasten bereits seit dem Jahresbeginn auf den Kursen festverzinslicher Wertpapiere. Zeitgleich droht die Kombination aus hohen Inputkosten und nach wie vor gestörten Lieferketten den Unternehmen die Quartalsergebnisse zu verhageln. In dieser Publikation untersuchen wir, inwiefern europäische Banken betroffen sind, und zeigen, dass sich ein genauerer Blick auf Bankanleihen durchaus lohnt:

- Europäische Banken haben ihre Bilanzen über die letzten Jahre deutlich bereinigt. Die großen Institute überzeugen mit stärkerer Kapitalbasis, weniger Problemkrediten und guten Ertragschancen in einem Umfeld steigender Zinsen.
- Während Anleihen von Industrieunternehmen unter der nachlassenden Unterstützung der EZB und einem gleichzeitig erwarteten hohen Neuemissionsvolumen leiden dürften, sind Bankanleihen von beiden Faktoren deutlich weniger betroffen.
- Nach der Korrektur der letzten Wochen bieten Nachranganleihen, speziell CoCo-Anleihen (Contingent Convertibles = Pflichtwandel-Anleihen) oder Legacy-Strukturen, europäischer Banken aus unserer Sicht eine attraktive Einstiegsmöglichkeit.

Europäische Banken haben über die letzten Jahre ihre Hausaufgaben gemacht und stehen solider da

Ein Blick in die Bilanzen europäischer Banken zeigt, dass die Finanzinstitute, motiviert durch den Druck strengerer Regulierung, über die letzten Jahre kräftig aufgeräumt haben und heute auf soliderem Fundament stehen. Im Vergleich zur Vor-Lehman-Ära hat sich die durchschnittliche Eigenkapitalquote – gemessen am „Tier 1“-Kapital der größten 22 börsennotierten Banken des Euro-Raums – seit 2010 um mehr als sechs Prozentpunkte erhöht (Abb. 1). Hierfür haben die Institute zum einen ihre Kapitalpolster durch Kapitalerhöhungen und Nachrangemissionen aufgebessert, aber auch durch Bilanzverkürzungen Eigenmittel freigesetzt.

Zeitgleich wurden, speziell seit dem Ende der Staatsschuldenkrise in Südeuropa 2013, die Problemkredite in den Büchern signifikant abgebaut (Abb. 1). Wider Erwarten führten selbst die mehrfachen Lockdowns und die infolge der Corona-Krise temporär einsetzende Rezession nicht zu einem merklichen Anstieg der Kreditausfälle in den Jahren 2020 und 2021. Die meisten Institute konnten die getroffene Risikovorsorge binnen weniger Quartale wieder auflösen. Das gibt Hoffnung, sorgen sich doch zahlreiche Marktteilnehmer über die Schuldnerqualität in den Kreditbüchern der Finanzinstitute. Neben dem möglichen Platzen einer Immobilienblase führen Kritiker zusätzlich den aktuellen Russland-Ukraine-Konflikt in Verbindung mit hohen Energie-Kosten oder ein Wiederaufflammen der Staatsschulden-Krise in Südeuropa als Risiken für das Kreditgeschäft an.

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Fonds und Lösungen:

Spotlight

► **Insights**

Aktien

Anleihen

Multi Asset

Risikofokussierte Lösungen

Nachhaltigkeit

Consulting

*Im Rahmen von **Insights** geben wir Ihnen ein besseres Verständnis unserer Anlagephilosophie und unseres Denkens.*

Europäische Banken glänzen durch höhere Kapitalpolster und deutlich reduzierte Problemkredite.

In der Presse häufen sich Stimmen, dass wir in einigen Ballungsgebieten Deutschlands auf das Platzen einer Immobilienblase zusteuern könnten. Befeuert durch rekordniedrige Zinsen sind vielerorts die Immobilienpreise in schwindelerregende Höhen geschneit. Falls jetzt, wie bereits in Anfängen zu beobachten, die Bauzinsen merklich anziehen, könnte dies nicht nur zum Problem für Neukäufer, sondern speziell für refinanzierende Bankkunden werden. Immer höhere Kaufpreise haben die Kunden zu höheren Beleihungswerten und damit größeren monatlichen Belastungen gezwungen. Falls jetzt höhere Zinsen die monatliche Belastungsgrenze der Kunden nachhaltig übersteigen, drohe den Banken Zahlungsausfällen, so erste Mahner.

Negativ-Effekte aus steigenden Zinsen, bei rekordhohen Immobilienpreisen, dürften für die Kreditbücher gut verkraftbar sein.

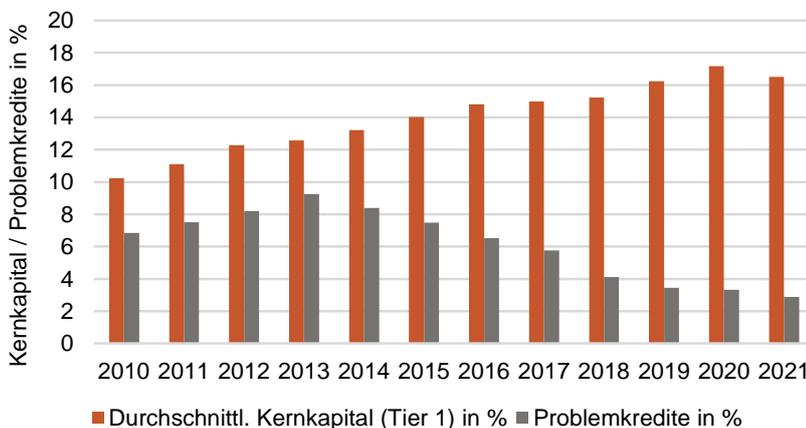
Oberflächlich mag dieses Szenario korrekt sein, lässt jedoch einige wichtige Aspekte außer Acht. Erstens haben Banken die Immobilien nicht vollfinanziert. Beleihungswerte von 60 bis 80% stellen die breite Basis dar. Zeitgleich haben zahlreiche Immobilienkäufer und Refinanzier die niedrigen Zinsen der letzten Jahre genutzt, um sich über lange Zinsbindungsfristen von mehr als 10 Jahren die günstigen Konditionen zu sichern. Zu guter Letzt lassen die Kritiker außer Acht, was sie selbst bemängeln: Die über Jahre signifikant gestiegenen Immobilienpreise bedeuten natürlich auch eine höhere Sicherheit im Wertungsfall, falls die Kredite wirklich ausfallen sollten. Selbst wenn in einem solchen Szenario die Immobilienpreise zunächst nachgeben sollten, ist nicht zu erwarten, dass die langjährigen Wertzuwächse komplett verloren gehen, bleibt doch das Grundproblem der Wohnraumknappheit bestehen.

Ganz aktuell geistern Gerüchte durch den Markt, dass einige europäische Banken aufgrund ihrer russischen Aktivitäten – sei es über Tochtergesellschaften oder grenzüberschreitende Geschäfte – ins Wanken geraten könnten. Dabei fallen immer wieder die Namen Raiffeisen Bank, Unicredit oder Société Generale. Nach heutigem Kenntnisstand würde selbst das Worstcase-Szenario, d.h. eine komplette Abschreibung sämtlicher Vermögenswerte in Russland, keines der drei Institute in ernsthafte Bedrängnis bringen. Selbst für die Raiffeisen Bank, die mit ca. 2,4 Mrd. Euro Eigenkapital in Russland involviert ist, würde die vollständige Abschreibung nicht den Bruch der regulatorischen Kapitalanforderungen bedeuten. Ungeachtet dessen hätten die Institute die Möglichkeit, die Kapitalpolster in den kommenden Quartalen über den Stopp von Dividendenzahlungen, Veräußerung anderer Vermögenswerte oder eine Kapitalerhöhung wieder aufzubessern.

Die Russland-Aktivitäten europäischer Banken stellen keine existenzbedrohende Gefahr dar.

Abb. 1 - Europäische Banken haben ihre Bilanzen aufgeräumt

Entwicklung des Kernkapitals (Tier 1 Kapital in %) und der Problemkredite (in %) europäischer Banken (Banken des Euro Stoxx Banks Index)



Daten per: 31.12.2021

Quelle: Bloomberg, Berenberg

Berechtigt scheint zunächst die Angst, dass die derzeit hohen Energiepreise die Unternehmen, vornehmlich in energie-intensiven Wirtschaftszweigen, an die Belastungsgrenze bringen könnten und so auch in den Kreditbüchern der Banken für Unruhe sorgen könnten. Diese Bedenken halten wir nach wenigen Wochen hoher Rohstoffpreise jedoch für verfrüht, da zahlreiche Unternehmen über zwei Jahre Corona-Krise bewiesen haben, dass sie einen deutlich längeren Atem haben als zunächst befürchtet. Zudem arbeiten sowohl die Europäische Union als auch zahlreiche nationale Regierungen an kurzfristigen Unterstützungsmaßnahmen für Wirtschaft und Verbraucher. Wenig beunruhigt zeigt sich zunächst auch die Rating-Agentur Moody's für den Bereich der europäischen Hochzinsanleihen. Für die nächsten zwölf Monate rechnet Moody's jüngst mit einer Ausfallrate von 3,1%, nur unwesentlich höher als der langfristige Durchschnitt von gut 2%.

Es bleibt abzuwarten, ob höhere Energiepreise nachhaltig zum Problem für die Wirtschaft werden und inwiefern Regierungsprogramme dem entgegenwirken können.

Eine weitere Sorge, die Investitionen in europäische Banken immer wieder entgegen gebracht wird, ist das potentielle Wiederaufflammen der Peripherie-Krise. Weitreichende Ausgabenprogramme während der Corona-Pandemie und zeitgleich rückläufige Steuereinnahmen könnten einzelne Staaten Südeuropas bei immer noch hohen Staatsschuldenquoten erneut in die Krise stürzen und mit ihnen die Banken, die die heimischen Staatsanleihen auf den Bilanzen tragen.

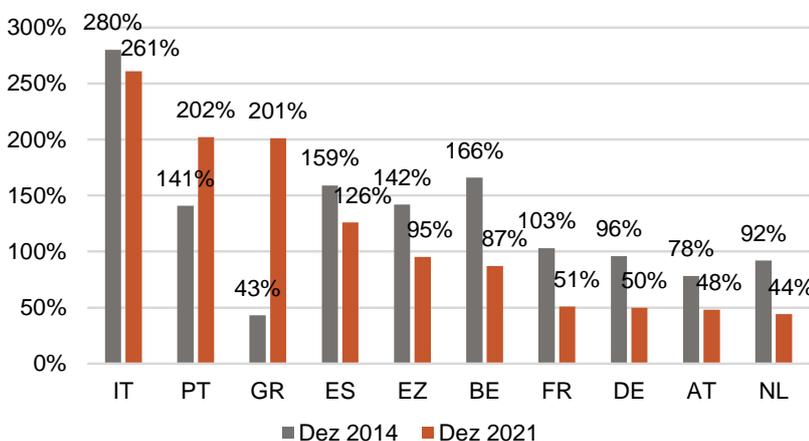
Eine Analyse von Morgan Stanley (Abb. 2) bringt hierzu Bemerkenswertes zum Vorschein. Während sich beispielsweise in Deutschland oder Frankreich die Bestände an europäischen Staatsanleihen, gemessen am Kernkapital (CET1) der Banken, seit Ende 2014 deutlich reduziert haben, sind diese in Italien, Griechenland oder Portugal nach wie vor hoch bzw. noch einmal merklich angestiegen. Unerwähnt bleibt hierbei allerdings, ob diese Veränderungen mehrheitlich durch tatsächliche Bewegungen in den Beständen oder aber durch den oben erwähnten Ausbau der Kapitalreserven zurückzuführen sind.

Bestände Südeuropäischer Staatsanleihen haben heute deutlich weniger Einfluss auf die Kapitalpositionen europäischer Banken.

So unterschiedlich sich die Anleihebestände in den einzelnen Ländern entwickelt haben, so einheitlich haben laut Morgan Stanley die Finanzinstitute die Bilanzierung dieser Wertpapiere angepasst. Die meisten europäischen Banken sind dazu übergegangen, die Halteabsicht der Anleihen von „Held for Trading“ und „Available for

Abb. 2: Nicht überall haben die Banken Peripherie-Risiken reduziert

Bestände europäischer Staatsanleihen (in %) gemessen am Kernkapital (CET1) der Banken zum Jahresende 2014 und 2021



Daten per: 31.12.2014 bzw. 31.12.2021
Quelle: Morgan Stanley

Sale“ auf „Held to Maturity“ zu ändern. Dies hat nicht nur zur Folge, dass die Bestände nicht mehr zu tagesaktuellen Marktpreisen bewertet werden müssen, sondern auch, dass die regelmäßig fließenden Kupons die Einstiegspreise nachhaltig reduzieren. Dementsprechend würden beispielsweise aufkeimende Spreadausweitungen bei italienischen Staatsanleihen nicht mehr unmittelbar und übermäßig das Kernkapital der Banken belasten. Die Analyse zeigt hier, dass eine theoretische Spreadausweitung in Italien von 0,50% lediglich zu Kapitalbelastungen von durchschnittlich 0,03% bis 0,17% führen und somit keine signifikanten Einschnitte mehr für die Banken bedeuten sollte.

Ein weiterer positiver Bilanzfaktor für Banken ist die gesteigerte Kosteneffizienz, hier gemessen am Aufwands-Ertrags-Verhältnis (Abb. 3). Trotz rückläufiger Zinserträge im hartnäckigen Niedrigzinsumfeld und zeitgleich kostenintensiven regulatorischen Vorgaben, wie Investitionen in die IT-Infrastruktur, ist es den europäischen Banken gelungen, das Aufwands-Ertrags-Verhältnis sukzessive zu verbessern.

Darüber hinaus dürften Banken zukünftig wieder von höheren Zinsen und steileren Zinskurven profitieren, nachdem sich die Zinsergebnisse zahlreicher Institute über Jahre rückläufig entwickelt hatten.

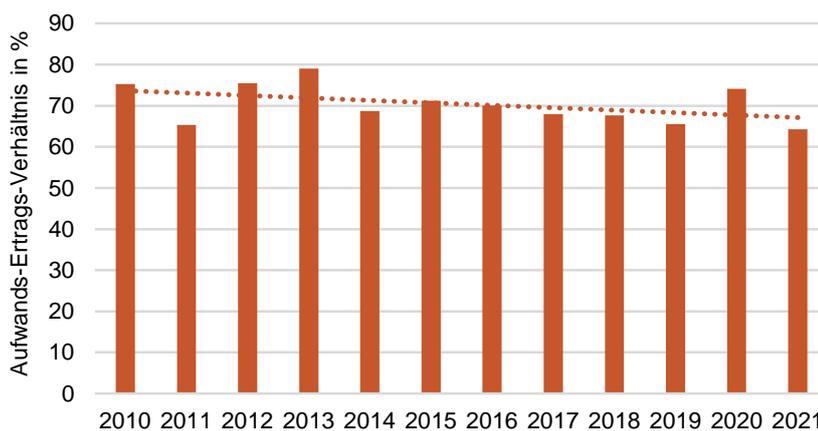
Die Analyse verdeutlicht, dass europäische Finanzinstitute ihre Hausaufgaben gemacht haben. Sowohl auf operativer Ebene, dem Risikomanagement, aber auch bei der Kapitalausstattung stehen zahlreiche Häuser heute deutlich besser da als in der Vergangenheit. Themen wie das Platzen einer Immobilienblase oder hohe Rohstoffpreise würden die solide Lage der Kreditbücher zwar temporär eintrüben, allerdings die Banken nicht nachhaltig in ihrer Existenz bedrohen.

Trotz mauer Zinserträge und höherer Kosten aus Regulierung und IT konnten die europäischen Banken ihre Kosteneffizienz steigern.

Europäische Banken stehen heute auf deutlich stabilerem Fundament als zur Staatsschuldenkrise vor 10 Jahren.

Abb. 3: Trotz hoher Kostenbelastung sind die Banken effizienter geworden

Entwicklung des Aufwands-Ertrags-Verhältnis (Cost-Income-Ratio in %) europäischer Banken (Banken des Euro Stoxx Banks Index)



Daten per: 31.12.2021
Quelle: Bloomberg, Berenberg

Angebot und Nachfrage – 2:0 für Bankanleihen

Neben der soliden Bilanzqualität der Banken sprechen technische Aspekte ebenfalls für ein Engagement in Bank- gegenüber Industrie-Anleihen. Über die letzten Jahre hat die EZB den Markt durch ihre kontinuierlichen Käufe von Unternehmensanleihen (nicht Finanzanleihen) massiv unterstützt und dem Segment einen Großteil seiner historischen Volatilität genommen. Durch die Rückführung der Ankaufprogramme muss der Markt nun ein neues Gleichgewicht finden. Die künstlich niedrig gehaltenen Risikoaufschläge dürften sich ausweiten. Wenngleich sich Finanzanleihen



diesem Ausweitungsdruck nicht gänzlich entziehen dürften, werden sie doch weniger betroffen sein, da sie nicht in den Ankaufprogrammen der Zentralbank enthalten waren.

Ein weiterer Aspekt, der für Bankanleihen sprechen sollte, ist das erwartete Neuemissionsvolumen. Hier hatten zahlreiche Analysten zu Jahresbeginn sehr hohe Volumina für den Gesamtmarkt erwartet. Nachdem die stark steigenden Renditen und der Russland-Ukraine-Konflikt im Markt allerdings zu einer Emissionspause geführt haben, müssen diese Erwartungen neu bewertet werden. Wengleich die Annahmen zum Emissionsvolumen unsicher erscheinen, sollte das Verhältnis zwischen den Marktsegmenten grob intakt bleiben: Aufgestaute Investitionen und der grüne Wandel, sowie steigende M&A-Aktivitäten und Aktienrückkäufe sprechen für mehr Emissionsdruck bei Industrieunternehmen. Erschwerend kommt hinzu, dass die Neuemissionsmärkte spätestens seit Ausbruch der Russland-Ukraine-Krise ausgetrocknet sind. Es wäre gut möglich, dass sich über die kommenden Wochen das aufgestaute Angebot wellenartig entlädt und im Sekundärmarkt für merkliche Spreadausweitungen sorgen könnte. Für Finanztitel hingegen sind die Netto-Neuemissionsziele deutlich gedämpfter. Konsolidierung durch M&A scheint nur ein Randthema in manchen Ländern Südeuropas. Dazu sind die Kapitalpolster und Liquiditäts-Reserven gut gefüllt, sodass es sich bei den neuen Anleihen hauptsächlich um Refinanzierungen von fälligen Anleihen handelt.

Opportunitäten bei Nachrang-Anleihen

Während dank kürzerer Duration und besserer Kreditqualität bereits eine Investition in Senior Bank-Anleihen gegenüber klassischen Unternehmensanleihen lohnenswert erscheinen kann, sehen wir Opportunitäten insbesondere im Nachrang-Bereich.

Tabelle 1: Finanzanleihen mit den attraktiveren Eckdaten

	Industrie-Anleihen	Finanz-anleihen
Effektiv-Verzinsung	2,09%	2,01%
Modifizierte Duration	5,54	4,42
Durchschnittliches Rating	BBB+	A-
Risiko-Aufschlag in Basispunkten	145	157

Daten per: 30.04.2022
Quelle: ICE

Tiefe Nachranganleihen (CoCos) europäischer Banken stellen aktuell eine attraktive Anlagemöglichkeit dar. Nahe am Eigenkapital der Bank werden diese Nachrang-Anleihen mit einem fixen Kupon und unendlicher Laufzeit, dafür aber einem Rückkaufrecht seitens der Bank nach frühestens fünf Jahren, emittiert. Selbst wenn nachrangige CoCo-Anleihen dabei mehrheitlich ein Rating im High-Yield-Bereich tragen, zeichnen sich sämtliche europäische Großbanken durch solide Investment-grade Ratings im Seniorbereich aus. Wie in Abbildung 4 dargestellt, sind die Risikoaufschläge seit Jahresbeginn deutlich gestiegen und bewegen sich aktuell auf Niveaus nahe der Marktkorrektur im vierten Quartal 2018 und Ausbruch der Corona-Pandemie im März 2020. Aus unserer Sicht stellen sie kurz- bis mittelfristig ein attraktives Einstiegsniveau dar, mit Renditen um 6,1% per Ende April.

Dafür akzeptiert der Anleger falls der Regulator eine Insolvenz für das Finanzinstitut feststellt eine (Teil-)Abschreibung oder eine Wandlung in Aktien. Bei den Kuponzahlungen handelt es sich strenggenommen, um eine feste Absichtserklärung seitens des Emittenten, jedoch nicht um eine Verpflichtung zur Zahlung. Selbst wenn es in

Kein unmittelbarer Einfluss durch die Rückführung des EZB-Ankaufprogramms und vergleichsweise geringere Erwartungen an Neuemissionen sprechen für Bankanleihen.

Finanzanleihen bieten bei geringerer Duration und besserem Rating eine fast ebenbürtige Verzinsung.

Europäische CoCo-Anleihen bieten bei moderatem Zinsrisiko aktuell eine Verzinsung von 6,1%.

Bei CoCo-Anleihen akzeptiert der Investor im Insolvenzfall einen Eingriff in sein Kapital – durch Aktienwandlung oder Abschreibung.

der Historie noch nicht vorgekommen ist, obliegt es theoretisch der Diskretion des Finanzinstituts, den Kupon nicht zu zahlen. Nicht ohne fatale Folgen – würde die Bank in diesem Falle doch ihre Glaubhaftigkeit am Kapitalmarkt aufs Spiel setzen und zukünftige Transaktionen zumindest deutlich erschweren bzw. verteuern.

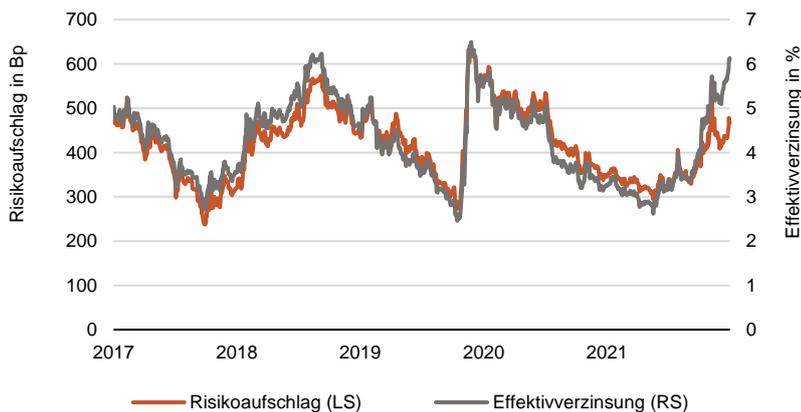
Denkbarer wäre ein Eingreifen des Regulators mit einem Zahlungsverbot, wenn es die Ertragslage der Bank nicht zulassen würde, den Kupon auszuzahlen, ohne das Kernkapital der Bank zu stark zu mindern. In diesem seltenen aber bitteren Fall wäre der Kupon für den Anleger verloren: Eine Nachzahlungspflicht in Folgejahren besteht für diese Anleihen nicht. Doch selbst während der Corona-Krise mit durch die EZB angewiesenen Dividendenstopps wurden sämtliche Kupons auf europäische CoCo-Anleihen bedient. Beide Eventualitäten sollte man bei einer sorgfältigen Emittenten-Analyse berücksichtigen. Ausreichend große Reserven über den Kapitalanforderungen des Regulators und bei den ausschüttungsfähigen Erträgen können beide Risiken deutlich reduzieren.

Ausreichend hohe Kapital- und Ertragspolster verringern das Verlustrisiko bei CoCo-Anleihen.

Ein weiteres Risiko besteht, wenn der Emittent einer CoCo-Anleihe die Rückkaufoption nicht ausübt. Gründe hierfür könnten sein, dass der Regulator die Refinanzierung nicht genehmigt oder der Emittent trotz Erlaubnis des Regulators die vorherrschenden Marktkonditionen als nicht attraktiv für eine Refinanzierung der Anleihe bewertet. Beides war in den vergangenen Jahren zwar eher die Ausnahme, kann im Einzelfall aber kurzfristig für deutliche Volatilität sorgen. Der Fokus auf CoCo-Anleihen mit hohem Risikoaufschlag zum Call-Termin („High Back-end“) bedeutet im Allgemeinen eine etwas niedrigere Rendite und weniger Markt-Beta (im Vergleich zu „Low Back-end“ Anleihen). Zeitgleich erhöht diese Ausstattungsvariante jedoch die Motivation des Emittenten, die Anleihe vom Markt zu nehmen und zu refinanzieren.

Abb. 4: CoCo-Anleihen so rentable, wie zuletzt zu Ausbruch der Corona-Krise

Risikoaufschlag (in Basispunkte) und Effektivverzinsung (in%) für CoCo-Bankanleihen



Daten: 14.03.2017 - 29.04.2022
Quelle: Bloomberg, Berenberg

Eine regulatorische Schwachstelle zeigt sich bei der Wahl der „Trigger Level“, also dem Grenzwert für das Kernkapital (CET1) der Bank, bei dem der Anleger, im Insolvenzfall, einen nachhaltigen Verlust auf ihr Kapital erleidet. Die vorherrschende Marke liegt in den meisten CoCo-Anleihen bei 5,125% des Kernkapitals. Wenn man allerdings berücksichtigt, dass das durchschnittliche CET1-Kapital europäischer Banken jüngst bei 15,4% lag und damit deutlich über den Kapitalanforderungen des Regulators, ist das Trigger-Event ein äußerst theoretisches Randszenario, welches für die allermeisten Banken nicht einmal in den Extrem-

Die meisten ausstehenden CoCo-Anleihen tragen ein zu geringes Kapitalrisiko aufgrund der niedrigen Trigger-Level. Der Regulator könnte zukünftig Nachbesserung einfordern.



Szenarien des EZB-Stresstests erreicht werden würde. Man könnte sogar sagen, dass die CoCo-Anleihen in ihrer heutigen Ausstattungsform ihren eigentlichen Sinn als Eigenkapitalersatz verfehlen. Es ist denkbar, dass der Regulator hier in Zukunft nachbessert und höhere Trigger-Level einfordert. Bei Einführung „neuer“ Instrumente könnte dies interessante Opportunitäten bei CoCo-Anleihen eröffnen: Wenn „alte“ CoCo-Anleihen mit niedrigem Trigger nur in Randszenarien ausfallgefährdet sind, dürften sie gegenüber Instrumenten mit höherem Trigger an Wert gewinnen und sich die Risikoaufschläge einengen. Darüber ist denkbar, dass die Investoren im Falle von Rückkäufen ein Premium verlangen, um die alten Anleihen aus der Hand zu geben.

„Legacy Anleihen“ europäischer Banken stellen eine weitere spannende Anlagealternative dar. Diese sind alte Nachrangtitel, welche aufgrund ihrer spezifischen Ausstattungsmerkmale nach heutiger Regulierung die Anrechenbarkeit für das Eigenkapital per Ende 2021 verloren haben. Bereits vor Ablauf dieser Frist hatte der Regulator den betroffenen Finanzhäusern empfohlen, diese Strukturen zurückzukaufen oder die Vertragsbedingungen im Einverständnis mit den Investoren abzuändern. Vor diesem Hintergrund sind Legacy Strukturen interessant, da sie häufig, deutlich unter Nominalwert handeln und somit nicht selten zweistellige Renditen bei einem Call oder Rückkauf versprechen. Daneben zeichnen sich Legacy-Strukturen als meist variabel-verzinsliche Wertpapiere durch geringere Zinsrisiken und ein niedriges Marktbeta aus und sind damit eine interessante Beimischung für Renten- und Multi-Asset-Portfolios.

Dass diese Anlageklasse allerdings auch Risiken birgt, zeigte sich im ersten Quartal 2022. Während in den zwei Vorjahren noch zahlreiche Emittenten der Empfehlung des Regulators gefolgt waren, hatten sich in diesem Jahr einige wenige Emittenten weniger anlegerfreundlich geäußert und so dafür gesorgt, dass sich die Marktstimmung in diesem Segment eingetrübt hat. So sagten beispielsweise die Deutsche Bank und DNB, dass ihre Anleihe-Strukturen solange am Markt verbleiben würden, bis der Regulator sie zum Rückkauf zwingen würde, selbst wenn sie bis dahin sämtliche Bedeutung für das Bank-Kapital verloren hätten. Speziell im Fall der Deutschen Bank verwundert diese Aussage, hatte sie noch im vierten Quartal 2021 eine vergleichbare Legacy Struktur mit dem Hinweis auf die auslaufende Anrechenbarkeit vom Markt genommen.

Möglicherweise versuchen die Banken sich dadurch ein verlängertes Zeitfenster für den Call zu erkaufen und hoffen auf günstigere Konditionen bei einer Refinanzierung. Zeitgleich riskieren sie jedoch, die Beziehung zu ihren Anlegern nachhaltig zu beschädigen. So lösten diese überraschenden Nachrichten deutliche Kursverluste bei einigen Legacy-Strukturen aus. Es braucht womöglich erste Positivbeispiele, um das Vertrauen in diesem Anlagebereich wieder zu stärken. Allerdings winkt in diesem Falle entgegen der Aussichten für andere Rentensegmente deutliches Kurspotential. Vielmehr verdeutlichen die vereinzelt Negativbeispiele nur, dass es sinnvoll ist nach Emittenten breit zu streuen und die Strukturen aktiv zu managen.

Wie wir diese Chancen nutzen

Solide Bilanzen und eine verbesserte Ertragskraft sind neben unterstützenden technischen Faktoren nur einige Punkte, die europäische Banken für eine Investition attraktiv machen. Die Ausweitungen der Risikoaufschläge der vergangenen Wochen haben insbesondere eine attraktive Einstiegsmöglichkeit in Nachrang-Anleihen europäischer Banken eröffnet. Neben CoCo-Anleihen bietet das Nischensegment der

Legacy-Anleihen bieten bei geringem Zinsrisiko und niedrigem Marktbeta attraktive Rendite-Chancen.

Es bedarf nach der eingetrübten Stimmung erster positiver Signale, bevor sich das Legacy-Segment nachhaltig erholen kann.

Legacy-Anleihen ein hohes Renditepotential. In Anbetracht der hohen Komplexität beider Segmente und unter Berücksichtigung einer sinnvollen Diversifikation empfiehlt sich eine Investition über ein breit diversifiziertes Fondsvehikel. Darüber hinaus ist es grundsätzlich sinnvoll, über einen flexiblen und dynamischen Investmentansatz auf das volatile Marktumfeld reagieren und in jeglichen Marktphasen Investmentopportunitäten nutzen zu können.

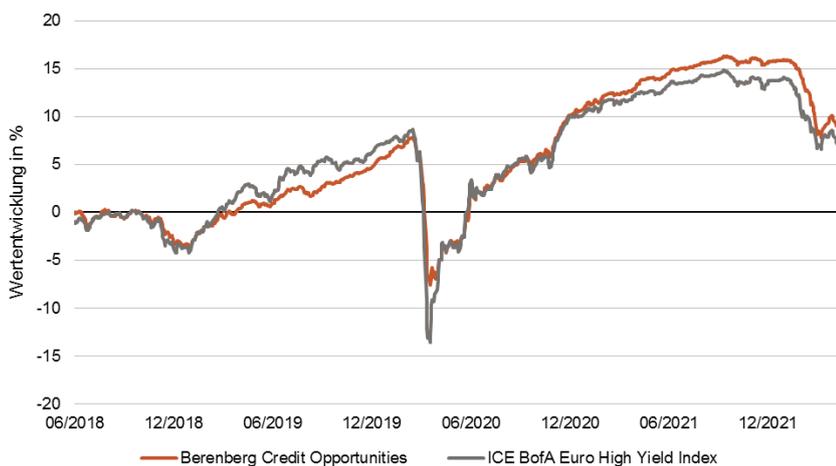
Das Marktumfeld erfordert flexible und innovative Fixed Income Ansätze

Ein Marktumfeld, das durch steigende Zinsen und hohe Volatilität geprägt ist, begünstigt innovative und flexible Renten-Strategien. Das enge Korsett einer Marktbenchmark, umfangreiche Anlagerestriktionen oder eine fehlende Derivatefähigkeit limitieren jedoch häufig die Flexibilität und damit das Ausnutzen von Opportunitäten.

Der **Berenberg Credit Opportunities** ist ein innovativer Rentenfonds, der durch seine hohe Flexibilität beispielsweise die oben beschriebenen attraktiven Einstiegsmöglichkeiten in Legacy- und CoCo-Anleihen europäischer Banken in den letzten Wochen vollumfänglich nutzen und investieren konnte. Der Fonds hat keine Benchmark oder umfangreiche Anlagerestriktionen. Somit kann er opportunistisch und breit diversifiziert, unter Nutzung der gesamten Rating-Klaviatur sowie der Kapitalstruktur angepasst an das aktuelle Marktumfeld agieren.

Bei einem High Yield-ähnlichen Auszahlungsprofil bietet der Berenberg Credit Opportunities, dank einer besseren durchschnittlichen Kreditqualität (Investmentgrade), geringer Volatilität, sowie geringeren Korrekturbewegungen (Abb. 5) eine attraktive Alternative zu einem reinen Euro High Yield Fonds.

Abb.5 : Wertentwicklung - Berenberg Credit Opportunities vs. ICE BofA Euro High Yield



Daten: 06.07.2018 - 30.04.2022
Quelle: Bloomberg, Berenberg

Das Portfoliomanagement fokussiert sich bei der Anleiheauswahl auf eine Kombination von interessanten Bottom-Up Ideen und globalen Makro-Themen, um interessante Investmentmöglichkeiten und Marktineffizienzen zu identifizieren und langfristig ein attraktives Rendite/Risikoprofil zu erzielen. Der Berenberg Credit Opportunities eignet sich somit als sinnvolle und attraktive Beimischung in Fixed Income oder Multi-Asset Portfolios, um die Rendite zu verbessern und gleichzeitig Zinsrisiken zu diversifizieren.

Der Berenberg Credit Opportunities ist ein innovativer Fixed Income-Fonds, der durch eine hohe Flexibilität und chancen-orientierte Steuerung Opportunitäten in verschiedenen Marktphasen nutzen kann

Der Berenberg Credit Opportunities ist eine attraktive Alternative zum reinen Euro High Yield Fonds bei besserem Rating und geringerer Volatilität

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

INFORMATIONEN ZUR VERÖFFENTLICHUNG

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

AUTOR



Christian Bettinger, CFA | Leiter Fixed Income Euro flexibel
Fondsmanager der Publikumsfonds Berenberg Euro Bonds und Berenberg Credit Opportunities, verantwortlich für die Selektion von Unternehmensanleihen.
christian.bettinger@berenberg.de

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Fonds und Lösungen:

Spotlight

► **Insights**

Aktien

Anleihen

Multi Asset

Risikofokussierte Lösungen

Nachhaltigkeit

Consulting

www.berenberg.de/

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei dieser Information und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die zukünftige Wertentwicklung eines Investments unterliegt unter Umständen der Besteuerung, die von der persönlichen Situation des Anlegers abhängig ist und sich zukünftig ändern kann. Renditen von Anlagen in Fremdwährung können aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder sinken. Bei einem Fondsinvestment werden stets Anteile an einem Investmentfonds erworben, nicht jedoch ein bestimmter Basiswert (z.B. Aktien an einem Unternehmen), der vom jeweiligen Fonds gehalten wird. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Datum 01.06.2022

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG

Neuer Jungfernstieg 20

20354 Hamburg

Telefon +49 40 350 60-0

Telefax +49 40 350 60-900

www.berenberg.de/

MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de