

The Independent Credit View

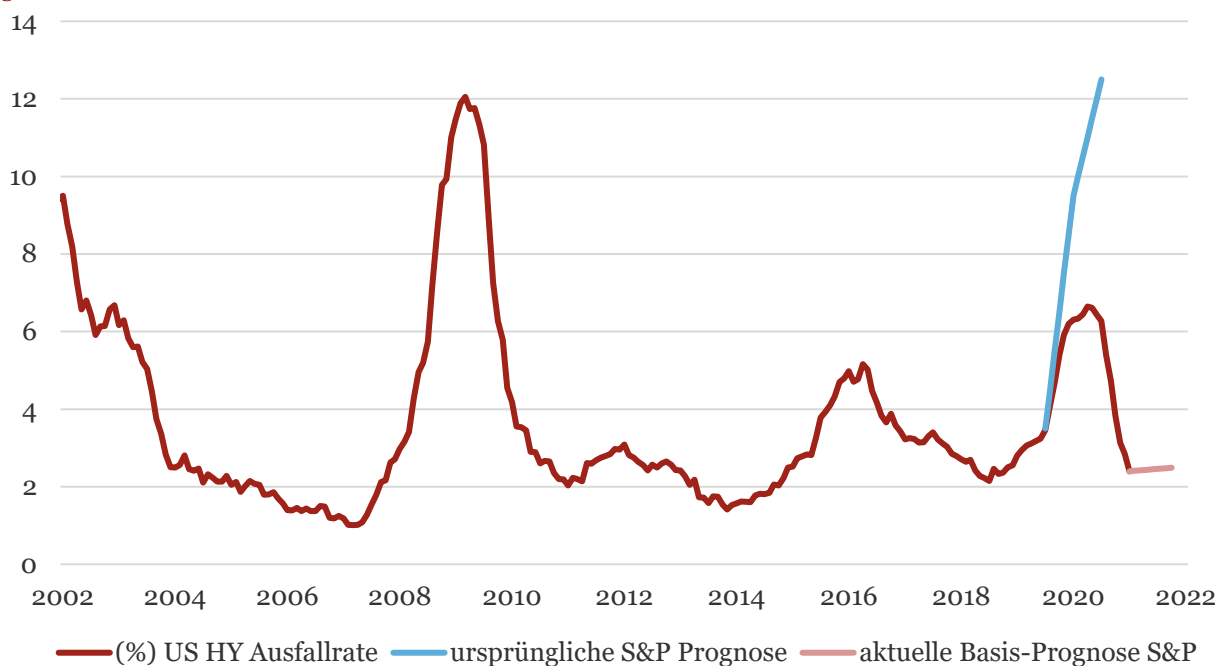
Dezember 2021

2021 – Das Wesentliche

Die Mischung aus Impffortschritten, expansiver Geldpolitik, staatlicher Unterstützung sowie Aufholeffekten hat zu einer starken, jedoch heterogenen wirtschaftlichen Erholung geführt und die Finanzmärkte beflügelt. Vor allem Aktien, Rohstoffe und Immobilienmärkte profitierten und verzeichneten im Jahresverlauf neue Höchststände, während bei Staatsanleihen die Renditen leicht anstiegen. Die Risikoprämien für Corporate Bonds tendierten mehrheitlich seitwärts und wurden durch die Aufstockung und Verlängerung des Pandemie-Notfallankaufprogramms der EZB (PEPP bis März 2022) unterstützt. Erst Ende Jahr weiteten sich die Risikospannen leicht aus, als Folge der neuen Corona-Variante Omikron.

Der Nachfrageüberhang aus der Corona-Pandemie in Kombination mit unterbrochenen Liefer- und Logistikketten führte weltweit zu Preissteigerungen und in den USA und Deutschland im Jahresverlauf zu den höchsten Inflationsraten seit über 30 Jahren. Während die Fed von hartnäckiger Inflation spricht und das Reduzieren der quantitativen Lockerung beschleunigt, bleibt die EZB bei der Einschätzung von einem nur vorübergehenden Inflationsanstieg und sieht sich in ihrer Geldpolitik weiterhin bestätigt. Der befürchtete Anstieg der Ausfälle und Insolvenzen blieb vorerst aus, was auf die Notfallprogramme der Regierungen sowie Insolvenzmoratorien zurückzuführen ist, womit die Zombifizierung der Unternehmen weiter voranschreitet. Die starke Revision der Ausfallraten erscheint uns sehr optimistisch (siehe Darstellung), als potenzieller Wendepunkt könnte sich das Auslaufen der Sondermassnahmen erweisen.

US High Yield Ausfallrate



Quelle: S&P, I-CV

Schwerpunkte Analysetätigkeit & Projekte

Während wir 2020 mangels Visibilität und Erfahrungen mit globalen Pandemien mittels Simulationen und Stresstests die Auswirkungen auf die Kreditqualität zu approximieren versuchten, galt es im 2021 unsere Annahmen laufend zu überprüfen und anzupassen. Unser Fokus lag dabei nicht nur auf der frühzeitigen Identifikation von Risiken, sondern auch dem Aufstöbern von Opportunitäten. Das Thema «temporäre» Inflation haben wir im Juni 2021 aufgegriffen und in einem [Credit Insight](#) die möglichen Auswirkungen auf die Finanzprofile der Emittenten in unseren Kundenportfolios simuliert und untersucht.

Die internationalen Grossbanken wurden von unseren Bankenexperten im Rahmen der jährlich erscheinenden Bankenstudie auf den Prüfstand gestellt und einem breit angelegten Stresstest unterzogen. Das Urteil fiel mehrheitlich positiv aus, da die Banken mit robusten Bilanzen in die Krise gingen und bisher gut von Regierungen und Notenbanken abgeschirmt wurden.

Als Konsequenz des anhaltenden Tiefzinsumfelds sind bei unseren Kunden Anlagen im Bereich Private Debt nach wie vor hoch im Kurs. Wir durften unsere Expertise in diesem Gebiet (z.B. bei der Bewertung von Infrastruktur- und Immobilienvorhaben sowie der Direktkreditvergabe) verschiedentlich unter Beweis stellen.

Wir gehen davon aus, dass dieser Trend weiter an Dynamik gewinnt und sich diese illiquide aber für Versicherungen und Pensionskassen durchaus geeignete Anlageklasse weiterentwickelt und einen festen Bestandteil der Asset Allocation bildet. Um in diesem Gebiet bei allen Entwicklungen nah dranzubleiben, haben wir mit dem Basler Wertpapierhaus und Beratungsunternehmen Remaco eine Zusammenarbeit vereinbart und unterstützen zudem das Institut für Private Debt der Universität Tilburg in den Niederlanden, welche umfassende Grundlagenforschung betreibt.

Im Zentrum unserer Aktivitäten stand auch 2021 die Weiterentwicklung unseres Analyseansatzes im Themenbereich Nachhaltigkeit (ESG). In enger Zusammenarbeit mit unseren Kunden haben wir das Instrumentarium verfeinert und entwickelt aktuell ein System, welches den Schwerpunkt auf zukunftsgerichtete Faktoren legt und es Investoren ermöglicht, ihren eigenen Wertekompass zu hinterlegen. Der I-CV ESG Radar ermöglicht im Gegensatz zu den gängigen Modellen eine marktnahe und praxisorientierte Betrachtungsweise, ohne das Universum zu stark einzuschränken und den Portfoliomanager einem impliziten Herdentrieb zu unterwerfen.

2021 – I-CV Erfolge

Trotz den schwierigen operativen Umständen und der hohen Unsicherheit an den Märkten ist es unseren Analysten gelungen, den engen Kontakt zu unseren Kunden aufrechtzuerhalten und unsere Dienstleistungen in gewohnt hoher Qualität zu erbringen. Da wir dieses Jahr leider erneut den Swiss Bond Congress nicht physisch durchführen konnten, haben wir mit einer Reihe von Webinaren über das Jahr verteilt aktuelle Themen beleuchtet und so den aktiven Austausch mit Investoren gepflegt.

Erfreulich aus Sicht Research ist, dass auch 2021 in den von uns überwachten Kundenbeständen keine Ausfälle zu verzeichnen waren. Durch unsere breit angelegte Covid-19 Simulation über alle Sektoren war es uns möglich, frühzeitig gefährdete Emittenten und Instrumente in den Direktbeständen zu identifizieren. Unbeliebte Downgrades vom Investment Grade in den Non-Investment Grade Bereich (Fallen Angels) wie Ecopetrol, Rakuten, Technip aber auch die Hotelkette Hyatt wurden dadurch zeitnah erkannt.

Die Ratingagentur S&P hat die Covid induzierte Rezession für eine breit angelegte Ratingaktion des deutschen Bankensektors genutzt, um die Verschärfung der strukturellen Ergebnisschwäche zu reflektieren. Mit den Ratingaktionen kam S&P den I-CV Bewertungen und seit Jahren geäusserten Bedenken entgegen. Zum Beispiel wurden die senior non-preferred Anleihen der Deutschen Pfandbriefbank zu Fallen Angels (I-CV seit 2015 im Non-IG). Die grossen Bankengruppen, vor allem die Genossenschaftliche Finanzgruppe aber auch die Sparkassen in Hessen Thüringen wurden bei S&P und teilweise auch bei Moody's herabgestuft. Über grosses mediales Interesse stiess unsere Analyse zur Greensill Bank, welche bei diversen Anlegern in Deutschland für rote Köpfe sorgte, aber bei unseren Kunden Verluste in Millionenhöhe verhinderte. Der australische Finanzdienstleister AMP Ltd. (I-CV: BB+) befindet sich auf einem negativen Ratingtrend und könnte das Investment Grade-Rating bei den Ratingagenturen (Moody's) in naher Zukunft verlieren. Wir haben diese Entwicklung antizipiert und AMP im April 2021 in den Junk-Bereich herabgestuft.

Im Bereich Sovereigns lagen wir mit unseren Einschätzungen der Ratingabschwächung in Schwellenländern wie Peru, Kolumbien, Chile aber auch der Türkei richtig. Mit Blick auf die Industrienationen erwarten wir eine Akzentuierung der Kluft zwischen nord- und südeuropäischen Staaten. Letztere wurden durch die Pandemie wieder um Jahre zurückversetzt, die Kreditkennzahlen haben sich abgeschwächt und bleiben nur durch die grosszügigen Gelder aus dem EU-Topf unterstützt. Bei den Corporates haben wir das Potenzial für eine Hochstufung ins Investment Grade bei T-Mobile, beim amerikanischen Aluminiumhersteller Alcoa, beim Stahlhersteller ArcelorMittal sowie bei der amerikanischen Krankenhauskette HCA frühzeitig und richtig erkannt.

In eigener Sache – Daniel Pfister überträgt per Ende 2021 Funktion des CEO an Christian Fischer

Daniel Pfister, als Gründer von I-CV seit 2003 in der Funktion des CEO, wird auf Ende Jahr seine Verantwortung an Christian Fischer, bisher Senior Partner, übertragen. Mit einem leicht reduzierten Pensum ist er in der Geschäftsleitung neu für die Bereiche Strategie, Finanzen und Produkte verantwortlich und wird weiterhin den Verwaltungsrat präsidieren. In Absprache mit seinen Geschäftsleitungskollegen war es bereits seit längerem sein Wunsch, mehr Verantwortung an die jüngere Generation abzugeben. Dieser Schritt soll verdeutlichen, dass I-CV über eine Unternehmenskultur verfügt, in welcher Führung nicht als Anrecht von Alter und auf Lebenszeit gesehen wird, sondern sich Menschen in Führungsaufgaben abwechseln und jeweils der oder die Richtige an der Spitze des Unternehmens oder eines Bereichs stehen soll.

Konklusion

Der hartnäckige Preisdruck wird 2022 zu einer Normalisierung der Geldpolitik führen. Die Bank of England ist bereits vorgeprescht. Die US-Notenbank wird ihre Wertpapierkäufe voraussichtlich bis März 2022 beenden und könnte danach mit Zinserhöhungen beginnen. Die Europäische Zentralbank hingegen dürfte die Leitzinsen unverändert belassen, jedoch die monatlichen Anleihekäufe ein halbes Jahr lang ausweiten, um so den Ausstieg aus dem Pandemie-Kaufprogramm zu glätten. Dies wird die Credit Spreads vorerst weiter unterstützen. Infolge der graduellen Straffung der Geldpolitik und neuen Virusmutationen

erwarten wir eine erhöhte Volatilität an den Märkten. Die Normalisierung der Geldpolitik geht in den seltensten Fällen so geordnet über die Bühne, wie sich das die Währungshüter vorstellten.

Als zusätzliches Risiko betrachten wir die Wachstumsabschwächung in China sowie das Auslaufen der staatlichen Notfallprogramme. Dies könnte im Verlauf des Jahres zu höheren Ausfallraten, einer Divergenz der Kreditprofile (zwingende Überwachung der Kreditrisiken) sowie zu einer Risikoneubewertung führen.

Aufgrund des weiterhin positiven Wirtschaftsumfelds empfehlen wir zyklische Sektoren. Nebst dem Gewinnersektor der Pandemie, Software & Services, sind wir konstruktiv für die Bereiche Konsumgüter und Einzelhandel, Baustoffe sowie Halbleiter und Technologie Hardware. Im Banne rekordhoher Strompreise in Europa entwickelt sich der defensive Versorgersektor als Opportunität. Aus Bonitätsicht empfehlen wir Versorger mit einer starken vertikalen Integration bzw. defensiven Aktivitäten (z.B. BKW, EDP, EnBW, Enel, Engie). Bei Finanztiteln bevorzugen wir nachrangige Emissionen von höher eingestuftem Banken gegenüber gleich bewerteten senior non-preferred Emissionen von schwächeren Instituten und favorisieren Papiere von Banken in strukturell profitablen Märkten (USA, Kanada, Australien, Benelux und Skandinavien). Im Bereich der Corporate Nachrang- und Hybridanleihen bevorzugen wir Instrumente von soliden IG-Schuldnern (AT&T, BP, Firmenich, Holcim oder Iberdrola) mit hohen Reset Spreads und First Call Daten im Zeitraum von 2024-27. Selektive Opportunitäten sehen wir zudem bei Hybridanleihen von British American Tobacco, Electricité de France, British Telecommunications oder Russian Railways.

Wir bedanken uns für die sehr angenehme Zusammenarbeit im vergangenen Jahr. Wir freuen uns darauf, Sie auch 2022 mit unserer Erfahrung und Expertise in der Bonitätsanalyse sowie den damit zusammenhängenden regulatorischen Anforderungen zu unterstützen. Gerne stehen wir für Fragen und Ihre Anliegen zur Verfügung.

Wir wünschen Ihnen und Ihrer Familie gute Gesundheit und einen guten Start in ein erfolgreiches neues Jahr!

Ihr I-CV Analysten-Team

2022 – Vorschau zu ausgewählten Sektoren

Nachholeffekte aufgrund der Lieferengpässe im vergangenen Jahr sollten 2022 im Sektor **Automobilhersteller/Zulieferer** für eine Erholung der Produktions- und Absatzmengen sorgen. Die Margen der Hersteller erwarten wir trotz höheren Rohmaterialpreisen stabil, begünstigt durch die starke Nachfrage, einen günstigen Produktemix und damit geringere Rabattgewährung. Für die nächsten 12 Monate erwarten wir insgesamt solide Kreditkennzahlen, welche aber im Hinblick auf die Transformation des Sektors bei einigen Herstellern und vor allem bei Zulieferern längerfristig wieder unter Druck geraten werden. Aus Relative Value Sicht sehen wir deshalb auch wenig Potenzial für den Sektor.

Die schneller als antizipierte Nachfrageerholung hat zu einer deutlichen Verbesserung der teilweise arg strapazierten Finanzrisikoprofile im Bereich der **Kapitalgüter** geführt. Als Kehrseite davon ist der effektive Schuldenabbau in den Hintergrund gerückt. Entsprechend bleibt die Verletzlichkeit hoch, vor allem wenn sich die Ertragskraft angesichts der hartnäckigen Lieferkettenstörungen und Kosteninflation nicht wie geplant erholt. Noch zeigen sich die Unternehmen vorsichtig optimistisch fürs GJ22, dank rekordhohen Auftragsbüchern und Preiserhöhungen.

Während die Unsicherheiten rund um die Medikamentenpreisgestaltung in den USA geblieben sind, haben **Pharmaunternehmen** im Jahr 2021 wieder mehr neue Medikamente lanciert und von der Rückkehr der Patienten in Spitäler und Praxen profitiert. Aufgrund der starken Bilanzen ist auch künftig von einer erhöhten M&A-Aktivität auszugehen, um die Produktpipeline zu erweitern. Weitere Themen bleiben Aufsplittungen von Konglomeraten (wie zuletzt bei Johnson & Johnson), Gerichtsverfahren rund um die Opioid-Krise in den USA sowie Impfungen und Therapieformen rund um das Corona-Virus.

Gesundheitseinrichtungen/Spitäler in der Schweiz und in Europa finden zurück zum Normalbetrieb, da die neusten Wellen der Pandemie den allgemeinen Betrieb weniger tangieren und man inzwischen Erfahrung mit Covid-19 hat. Nach einer Periode mit «Improving» haben wir die Sektor-Fundamentals im Oktober auf Stable zurückgenommen, denn die traditionellen Themen wie Kostendruck und Mangel an qualifiziertem Personal rücken wieder in den Vordergrund. In einem solchen Umfeld haben öffentliche Spitäler Mühe, für die Erneuerung der Infrastruktur notwendigen Mittel zu verdienen. Die öffentliche Hand stützt diese Betreiber jedoch mit direkten und indirekten Supportmassnahmen.

Die **Integrierten Öl- und Gasunternehmen** profitieren von höheren Rohstoffpreisen, haben jedoch bereits als Folge die Investitionsbudgets erhöht und die aktionärsfreundliche Finanzpolitik wieder aufgenommen, weshalb wir für 2022 von einer stabilen Entwicklung der Finanzprofile ausgehen. Wir ziehen die europäischen Energieunternehmen den amerikanischen vor, da sie im Prozess bezüglich Energiewende weiter fortgeschritten sind und eine aktive Rolle einnehmen.

Nach zum Teil extremen Preissteigerungen im **Rohstoffsektor (Metalle & Bergbau)** erwarten wir im 2022 eine Normalisierung, basierend auf abflachendem Wachstum und dem Schliessen von Versorgungslücken. Rohstoffe für die E-Mobilität werden jedoch weiterhin von der starken Nachfrage profitieren. Insgesamt gehen wir von einer stabilen Entwicklung der Finanzprofile aus.

Eine äusserst starke Nachfrage sorgte dafür, dass Unternehmen im Bereich der **Spezialitätenchemie** Preissteigerungen bei Rohmaterialien (Rekordpreise für Petro-Chemikalien) und Energie besser als üblich an Kunden überwälzen und entsprechend hohe Margen erwirtschaften konnten. Im kommenden Jahr rechnen wir mit einer Normalisierung der Rohmaterialpreise, was die Profitabilität der Spezialitäten-Hersteller weiterhin unterstützt. Kurzfristig dürften die globalen Lieferkettenprobleme jedoch das Wachstum bremsen, dies u.a. bei Unternehmen mit starkem Bezug zur Automobilindustrie (z.B. Hersteller von Farben und Beschichtungen).

Bei den **Stromversorgern** deutet einiges darauf hin, dass wir am Anfang einer Strom-Hochpreisphase in Europa stehen. Deshalb und in Kombination mit dem politischen Rückenwind sind wir konstruktiv für den europäischen Versorgungssektor (seit November 2021 I-CV Sektor View Improving). Von den heutigen Grosshandelspreisen profitieren vor allem Stromerzeuger. Als grosse Gewinnerin der momentanen Stromkrise könnte sich insbesondere die französische EDF entpuppen. Aus Bonitätssicht empfehlen wir weiterhin Versorger mit einer starken vertikalen Integration bzw. defensiven Aktivitäten (z.B. BKW, Iberdrola, EDP, EnBW, Enel, Engie).

Im **Getränke- und Nahrungsmittelsektor** hat sich trotz Normalisierung in der Gastronomie der Heimkonsum von Getränken und verpackten Lebensmitteln stabil gehalten. Die weitere Entwicklung hängt stark davon ab, ob Verbraucher wieder in grossem Stil in Bars und Restaurants zurückkehren. Sollte es zu neuerlichen Lockdowns kommen, würde besonders das margenstarke Gastronomie- und Reisegeschäft der Getränkeproduzenten darunter leiden.

Obwohl die Absätze 2021 im **Lebensmittelhandel** über dem Vor-Corona-Niveau lagen, konnten die hohen Vergleichswerte des Vorjahres nicht gänzlich bestätigt werden. Auch wenn zuletzt viele Supermarktketten bezüglich Preiserhöhungen vorsichtig agierten, ist mittelfristig mit Anpassungen zu rechnen, damit die Profitabilität vor der Kosteninflation geschützt werden kann. Zusätzliches Umsatz- und Margenpotenzial bieten zudem die vielerorts massiv ausgebauten Online-Vertriebskanäle.

Der **Einzelhandel** verzeichnete in diesem Jahr eine dynamische Erholung, was nebst stärker frequentierten Ladenlokalen auch am anhaltend hohen Online-Absatz lag. Die bei diversen Produktkategorien angestaute Nachfrage dürfte auch im Jahr 2022 für eine robuste Entwicklung sorgen. Sollte sich die Corona-Situation nicht erneut verschlechtern, wird insbesondere das Umsatzpotenzial im Reise-Einzelhandel noch Luft nach oben haben.

Im Bereich **Software & Services** bleiben die Aussichten günstig. Die Covid-19 Pandemie hat den Digitalisierungstrend beschleunigt und die wirtschaftliche Erholung im GJ21 hat gerade denjenigen Unternehmen zusätzlichen Rückenwind verliehen, welche von zyklischen Einnahmen wie Werbung oder Reisen abhängig sind. Neben Online-Marktplätzen und Streaming-Angeboten bleibt auch die Nachfrage nach Cloud-Lösungen hoch. Regulatorischer wie auch operativer Gegenwind, wenn auch auf hohem Niveau, mussten aber jüngst die chinesischen Schuldner Alibaba und Baidu verzeichnen.

Die überraschend schnelle und starke Wirtschaftserholung führt zu einem Nachfrageüberhang und stärkt die Preismacht der **Halbleiterhersteller**. Trotz potenzieller Risiken von Doppelbestellungen dürfte dieses für Produzenten günstige Umfeld nicht nur kurzfristig, sondern dank steigender Digitalisierung sowie Vernetzung (IoT, 5G, Automobile, Cloud, etc.) auch langfristig anhalten. Vor dem Hintergrund dieser positiven Nachfragedynamik haben wir im Mai 2021 den I-CV Sector View auf Improving geändert. Bonitätsrisiken ergeben sich durch politisch-motivierten sowie überbordenden Kapazitätsausbau, intensiven Wettbewerb, stetigen Innovationsdruck sowie M&A. Insgesamt bevorzugen wir Halbleiter-Hersteller mit Technologieführerschaft, breitem Produktportfolio, starker Bilanz sowie umsichtiger Finanzpolitik (z.B. Qualcomm, ASML, Texas Instruments, TSCM).

Im Bereich **Technologie Hardware** beschleunigte Covid-19 die globale Akzeptanz flexibler Arbeitsformen, was die Nachfrage nach Laptops und Speichermedien in die Höhe trieb. Die aktuellen Lieferengpässe verhindern zwar weiteres Wachstum, halten die Auftragsbücher jedoch gefüllt. Ausserdem unterstützen Investitionen in Infrastrukturprojekte (Datencenter, 5G, etc.) unsere positive Sicht auf den Sektor.

Die **Telekommunikationsunternehmen** begegnen der hohen Wettbewerbsintensität und den fehlenden Roaming-einkünften mit Kostensenkungen, was die Margen stützt. Ein Trend, der sich 2021 akzentuiert hat, ist die Finanzierung der Investitionen (5G, Glasfaser) durch den (Teil-)Verkauf von Infrastruktur (u.a. Funktürme). Dies hat jedoch meist keinen unmittelbar positiven Effekt auf die Verschuldungskennzahlen (höhere Leasing-Verbindlichkeiten), welche deshalb auf hohem Niveau verharren.

Die Finanz- und Risikoprofile der **Banken** waren im 2021 sehr robust. Auflösungen von Wertberichtigungen, erfolgreiche Initiativen zur Kostenreduktion, ein starker Kapitalmarkt sowie aufsichtsrechtlich unterstützte Kapitalkennziffern auf historisch hohem Niveau widerspiegeln eine ordentliche finanzielle Verfassung. Was bleibt sind starke geografische Divergenzen in der Profitabilität der Banken (schwächer, mit Ausnahmen, europäische Namen, besser u.a. nordamerikanische, australische Institute), die sich auch im 2022 nicht auflösen werden, sondern bei zu erwartenden Zinserhöhungen in den Märkten ausserhalb Europas noch verstärken könnten. Wir erwarten bei normalisierten, d.h. steigenden Risikokosten, weiteren Anstrengungen bei der Effizienz, trotz allem einem tiefen Zinsniveau, nur moderaten Kreditwachstum sowie sinkenden Kapitalkennziffern stabile Finanzprofile im 2022.

Die schrittweise Normalisierung der Geldpolitik hat positive Auswirkungen auf die Kreditprofile der **Versicherungen**. So erwarten wir einen positiven Trend bei den Anlagerenditen und eine Verbesserung der Kapitalsituation. Letzteres dürfte vor allem für traditionelle Lebensversicherungen Grund zum Aufatmen geben. Der Preisdruck hingegen führt zu steigenden Schadenkosten bei Sach- und Haftpflichtversicherungen, was zu Nachreservierungen und in Kombination mit normalisierenden Schadenfrequenzen zu einer Abschwächung der industrieweit guten Combined Ratios führen wird.

Die Nachfrage nach **Immobilien** ist seit Jahren sehr hoch, was auf die historisch tiefen Zinsen zurückzuführen ist. Insbesondere bei den Wohnimmobilien können die Mieten jedoch nicht mehr mit den Preisen mithalten, weshalb fast global von einer zunehmenden Überhitzung der Immobilienmärkte gesprochen werden muss. Durch die Covid-19 Pandemie hat sich diese Tendenz sogar noch verstärkt. Weniger vorteilhaft haben sich Gewerbeimmobilien und Hotelliegenschaften entwickelt, wobei besonders Liegenschaften mit weniger vorteilhaften Lagen in Mitleidenschaft gezogen wurden. Können diese Objekte nicht ungenutzt werden (z.B. als Logistik- oder Datenzentren), drohen hohe Wertberichtigungen. Es gilt auf Immobilienunternehmen mit hochwertigen Immobilienportfolios zu setzen.

Weitere Informationen sowie Termine zu Veranstaltungen und Analysen finden sich auf unserem [I-CV Research Portal](#)

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichens dieses Dokuments ist nicht gestattet.