

## **Subordinated Debt**

Monatsbericht

*Fertiggestellt 31. März 2025*

*von Paul Gurzal, Co-Head of Fixed Income und Jérémie Boudinet, Head of Financial and Subordinated Debt, Crédit Mutuel Asset Management*

### **Marktumfeld**

Der März war ein schlechter Monat für auf Euro lautende nachrangige Anleihen. Sie litten zunächst unter höheren Zinssätzen und in der zweiten Monatshälfte unter einer Ausweitung der Spreads. Nachrangige Versicherungsanleihen reagierten zuerst und verloren in den ersten vier Tagen des Monats -1,7 %, bevor sie sich stabilisierten und den Monat mit -1,4 % beendeten; die durchschnittliche Laufzeit dieser Anleihen ist aufgrund von Strukturen, bei denen die Call-Termine für Tier-2-Anleihen meist nach Ablauf von zehn Jahren liegen, höher als die anderer Segmente. AT1-CoCos verzeichneten eine langsamere Verschlechterung ihre Performance, wobei sich die Spreads bei steigenden Zinssätzen zunächst erholten, bevor sie sich im Monatsverlauf schrittweise ausweiteten – um etwa +50 Basispunkte beim optionsbereinigten Spread (Option-Adjusted Spread, OAS). Hybride Unternehmensanleihen schnitten besser ab und beendeten den Monat mit -0,7 %.

Nachrangige Anleihen bleiben in diesem turbulenten und volatilen Umfeld relativ robust, mit guter Liquidität sowohl auf der Kauf- als auch auf der Verkaufsseite. Der Primärmarkt zeigte sich im Monatsverlauf bei allen Emissionen nachrangiger Anleihen sehr aktiv, z. B. bei hybriden Unternehmensanleihen von Eurofins (Kupon von €5,75 %), ASR Nederland im Segment Restricted Tier 1 (€6,5 % Kupon bei einem Call nach zehn Jahren), der Bank of Ireland (€6,125 %), der Deutschen Bank (€7,125 %) und sogar der in Schwierigkeiten geratenen britischen Metro Bank (£13,875 % Kupon) mit AT1-CoCos oder sechs Tier-2-Bankemissionen.

Non-Calls bei AT1-CoCos sind kein Event: eine weitere Episode: die Deutsche Bank kündigte den Call ihrer AT1-Anleihe mit einem Kupon von 7,5 % (04/2025) und gleichzeitig den Non-Call der 4,789%-Anleihe (04/25) an. Letztere wurde bereits im April 2020, während der Corona-Krise, nicht gekündigt. Dieser Fall ist insofern besonders, als eine Rückzahlung der Anleihe zu einem Nettoverlust in der Gewinn- und Verlustrechnung von rund 0,3 Mrd. Euro geführt hätte – aufgrund der fehlenden

schrittweisen FX-Aufwertung seit der Emission im Jahr 2014. Wenige Wertpapiere sind in vergleichbarer Lage, Grund sind unterschiedliche Rechnungslegungspraktiken und bestimmte Wertpapiere in ähnlicher Situation werden trotzdem fällig. Welche Auswirkungen hatte die Ankündigung? Die Anleihe legte aufgrund des neuen Kupons und Calls um 0,5 Prozentpunkte zu, während die anderen Titel der Deutschen Bank nachzogen und die diese einige Tage später sogar eine neue AT1-Anleihe ausgab.

Unser Fazit: Non-Calls werden vom Markt gut antizipiert, bleiben aber immer noch selten. Wenn Anleger Zweifel an der Fähigkeit oder Bereitschaft eines Emittenten haben, seine Anleihen zurückzuzahlen, spiegelt sich dies bereits frühzeitig in ihrer Bewertung wider.

## **La Française Pressekontakt**

La Française Systematic Asset Management GmbH  
Bianca Tomlinson  
Neue Mainzer Straße 80  
60311 Frankfurt  
Tel. +49 (0)69 975743 03  
[bianca.tomlinson@la-francaise.com](mailto:bianca.tomlinson@la-francaise.com)  
<https://www.la-francaise-systematic-am.com>

Heidi Rauen +49 69 339978 13 | [hrauen@dolphinvest.eu](mailto:hrauen@dolphinvest.eu)

## **Disclaimer**

**Eine Anlage birgt Risiken, einschließlich des Verlusts von Kapital.  
Mitteilung für professionelle Anleger im Sinne der MiFID 2.**

Dieser Kommentar dient nur zu Informationszwecken. Die Bezugnahme auf bestimmte Wertpapiere und Finanzinstrumente dient der Veranschaulichung. Es ist nicht beabsichtigt, Direktinvestitionen in diese Wertpapiere oder Finanzinstrumente zu fördern. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Gültigkeit oder Relevanz wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Dieses nicht-vertragliche Dokument stellt in keiner Weise eine Empfehlung, eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots oder ein Angebot zum Kauf, Verkauf oder zur Vermittlung dar und sollte auf keinen Fall als solches ausgelegt werden.

Die von den Autoren geäußerten Meinungen basieren auf den aktuellen Marktbedingungen und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Diese Meinungen können von denen anderer Anlageexperten abweichen. Herausgegeben von La Française Finance Services mit Hauptsitz in 128 boulevard Raspail, 75006 Paris, Frankreich, einem von der Autorité de Contrôle Prudentiel als Wertpapierdienstleister regulierten Unternehmen, Nr. 18673 X, einer Tochtergesellschaft von La Française. Crédit Mutuel Asset Management: 4, rue Gaillon 75002 Paris ist eine von der Autorité des marchés financiers unter der Nr.



GP 97 138 zugelassene Vermögensverwaltungsgesellschaft. Crédit Mutuel Asset Management ist eine Aktiengesellschaft (Société Anonyme) mit einem Grundkapital von 3.871.680 €, RCS Paris n° 388 555 021, und eine Tochtergesellschaft der Groupe La Française, der Vermögensverwaltungs-Holdinggesellschaft der Crédit Mutuel Alliance Fédérale.