

ABS & Structured Credits

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Das Ende der OTC Derivate Teil II - "Die nackte Kanone"

- Bereits am 10. Juli hatte der US-Finanzminister Geithner erstmals öffentlich Überlegungen zu einer umfassenden Regulierung des OTC-Derivate-Marktes kund getan – vgl. hierzu unseren Flash „Das Ende der OTC-Derivate“. Bei konsequenter Umsetzung würde sich mehr oder weniger das „Aus“ für den OTC-Derivate-Markt ergeben, bzw. zumindest eine weit reichende Marginalisierung der entsprechenden Produkte.
- Gestern wurde nun in einem weiteren Schritt ein relativ knapp gehaltenes 3-seitiges gemeinsames Konzeptpapier „Description of Principles for OTC Derivatives Legislation“ durch die Vorsitzenden vom „House Committee on Financial Services“ sowie vom „House Committee on Agriculture“ vorgestellt. Es soll den Rahmen für eine gesetzliche Regulierung der OTC-Derivate-Märkte abstecken, die nach der Sommerpause des US-Kongresses erarbeitet werden soll.
- Die Regelungen werden auch Auswirkungen auf den europäischen Markt bzw. europäische Marktteilnehmer haben, weil US-seitig eine supranationale Harmonisierung der entsprechenden Regulierungen angestrebt wird. Marktteilnehmern aus Ländern, die die künftigen US-Standards nicht einhalten, soll der Zugang zum US-Markt verwehrt bleiben.
- Zentrale Gedanken des Konzeptpapiers sind die grundsätzliche Pflicht des Börsenhandels sowie Clearings über zentrale Kontrahenten (CCPs) für alle Underlying-Klassen, sowie eine grundsätzlich scharfe Beschränkung im CDS-Handel, was so genannte „Naked CDS“ betrifft, also Protection-Käufe, die nicht der Absicherung vorhandener Anleihe-Bestände dienen und insoweit als „Spekulation“ klassifiziert werden.
- Prima Vista würde der OTC-Derivate-Markt durch die angedachten Maßnahmen quasi abgeschafft und „spekulative“ CDS-Protection-Käufe unmöglich gemacht, bzw. prohibitiv penalisiert. Allerdings führt das Konzeptpapier in mehrfacher Hinsicht Ausnahmetatbestände auf, die vermutlich auch in Zukunft den Marktakteuren noch eine „gesunde“, wenn auch reduzierte Flexibilität bieten.

Anleihen

Flash
31.7.2009

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

OTC-Derivate auf dem Prüfstand – das „Konzept“

Wir hatten bereits in unserem Flash „Das Ende der OTC-Derivate“ vom 10. Juli 2009 die aktuellen US-amerikanischen Überlegungen bezüglich einer umfassenden Regulierung der OTC-Derivate umrissen, die letztlich bei konsequenter Umsetzung das faktische „Aus“ für OTC-Derivate bzw. deren Marginalisierung bedeuten würden. Seitdem wurden die Überlegungen zumindest öffentlich nicht weiter konkretisiert, wenn man von einigen Reuters-Meldungen der letzten Tage absieht.

Gestern, am 30. Juli 2009 wurde nun ein Konzeptpapier zur OTC-Derivate-Regulierung vorgestellt, dass aus einem gemeinsamen Projekt vom „House Committee on Financial Services“ und vom „House Committee on Agriculture“ hervorgegangen ist. Auf der Basis dieses Konzepts soll nach unserem Verständnis nach der Sitzungspause des Kongresses (August) ein entsprechender Gesetzesentwurf erarbeitet werden. Das Konzeptpapier weist insoweit die folgenden zentralen Eckpunkte als Richtschnur für eine künftige OTC-Derivate-Gesetzgebung auf:

Stabile Aufsicht über Händler, Märkte, Börsen und Clearinghäuser

Die Aufsicht über Händler, Börsen und Clearinghäuser soll in Abhängigkeit von der Art des zu Grunde liegenden Derivates durch die „Securities and Exchange Commission“ (SEC) und/oder die „U.S. Commodity Futures Trading Commission“ (CFTC) ausgeübt werden. Gegenwärtig wird die Aufsicht über das US-Clearinghaus für CDS („ICE Trust“) noch durch die Federal Reserve ausgeübt. Die Befugnisse von SEC und CFTC, die bislang noch relativ unabhängig voneinander agiert haben, sollen aufeinander abgestimmt („harmonized“) werden.

Clearing von OTC-Derivaten zwingend über zentrale Clearinghäuser

OTC-Derivate müssen nach dem Konzeptpapier zwingend über zentrale, von den Aufsichtsbehörden zugelassene Clearinghäuser („Central Counterparties“, CCPs) abgewickelt werden. Der Handel von OTC-Derivaten über Börsen oder elektronische Handelsplattformen soll zwar nicht verpflichtend gemacht werden, jedoch sollen die Marktteilnehmer durch entsprechende „Anreize“ hierzu „ermuntert“ werden (vgl. hierzu den nächsten Punkt). Den Aufsichtsbehörden soll die Möglichkeit gegeben werden, OTC-Geschäfte, die außerhalb von Börsen bzw. ohne zentrales Clearing getätigt werden, separat zu regulieren oder sogar zu verbieten. Die Regelung ginge demnach weit über den – gerade erst operativ gehenden – Status Quo in Europa hinaus.

Ausnahmen von der Clearing-Regelung¹ werden eingeräumt, wenn (1) die Aufsicht feststellt, dass ein bestimmtes Produkt nicht ausreichend standardisiert ist, oder (2) kein geeigneter Clearing-Mechanismus besteht, oder (3) eine der beiden Transaktionsparteien nicht als „bedeutender Marktteilnehmer“ anzusehen ist. Was hierunter zu verstehen ist, soll – im Einzelfall – durch die zuständige Aufsichtsbehörde (s.o.) in Abstimmung mit dem aktuell in Gründung befindlichen „Financial Services Oversight Council“ (FSOC) als zentrale Schnittstelle bzw. strategische Plattform für die US-amerikanischen Aufsichtsbehörden geklärt werden. Diese Ausnahmetatbestände sind natürlich recht interpretationsfähig. Insbesondere erscheint fraglich, was unter „standardisiert“ im Einzelfall – bezogen auf Produktklassen – zu verstehen ist. Dies lässt zumindest noch Spielraum für Hoffnung, dass nicht der gesamte

Das Ende der OTC-Derivate Teil I - Geithners Plan...

Das Ende der OTC-Derivate Teil II - ein Konzeptpapier

Aufsicht durch SEC und CFTC

Grundsatz: Börse + CCP

Ausnahmen

¹ Die Ausnahme bezieht sich nach unserem Verständnis auch auf den Börsenhandel, allerdings ist die Formulierung insoweit nicht präzise.

OTC-Markt, dessen flexible Ausgestaltungsmöglichkeiten durchaus viele Vorteile bieten, mit Brachialgewalt in ein 08/15-Korsett gezwängt wird.

Erhöhte Anforderungen an Eigenkapitalunterlegung und Margins für OTC-Derivate

Erforderliche regulatorische Eigenkapitalunterlegung und Marginleistungen stellen offensichtlich die Stellschraube dar, mit deren Hilfe „sanfter Druck“ auf die Marktteilnehmer ausgeübt werden soll („create a strong incentive“), nach Möglichkeit ihre OTC-Derivate-Transaktionen nur noch über Börse und CCP abzuwickeln. Eigenkapitalunterlegung und Margins sollen für nicht-standardisierte OTC-Derivate, die nicht über Börse/CCP gehandelt werden, spürbar höher („significantly higher“) veranschlagt werden.

„Particular Attention to Speculation“ – oder: „Die nackte Kanone – eine Verschwörungstheorie“

Uneins ist man sich derzeit noch im Hinblick auf die regulatorische Behandlung von „Spekulationen“ mit CDS, wobei man sich auf den Spezialfall von „Naked CDS“ konzentriert (vgl. hierzu den nächsten Abschnitt). Zur Diskussion stehen insoweit aktuell zwei Regulierungsoptionen, davon eine radikale Variante, die ein grundsätzliches Verbot derartiger Geschäfte vorsieht, sowie eine gemilderte Variante, nach der spekulative Positionen an die Aufsichtsbehörden zu melden sind, welche dann im Einzelfall die Geschäfte untersagen können. Grundsätzlich könnte aber auch noch ein anderes Modell konzipiert werden, da es im Konzeptpapier heißt, „at least two options will be considered“.

Zunächst muss geklärt werden, was unter einem „Naked CDS“ zu verstehen ist. Gemeint sind CDS-Protection-Käufe, die vorgenommen werden, ohne dass ihnen eine entsprechende Cash-Anleihe-Position zu Grunde liegt. Nicht betroffen wären somit entsprechende Hedge-Transaktionen, sondern ausschließlich „spekulative“ Positionen, bei denen man von einer künftigen Spread-Ausweitung profitieren würde. Hedges im Zusammenhang Short-Protection-Positionen aus CDS hingegen wären dem Wortlaut des Konzeptpapiers nach als „Naked CDS“ zu klassifizieren.

Nach den Aussagen im Rahmen der gestrigen Informationsveranstaltung anlässlich der Vorstellung des Konzeptpapiers geht es prima vista vor allem darum, Spekulation („gambling“) einzudämmen, bzw. „ins Spielkasino zu verlagern“. „Zockerei“ ist nun grundsätzlich auch durch Protection-Verkäufe möglich, die von den aktuellen Überlegungen unmittelbar überhaupt nicht erfasst sind. Verfolgt man jedoch auch die Diskussion der letzten Wochen in der Presse, so geht es vermutlich auch darum, Marktmanipulationen zu verhindern. Wie eine solche grundsätzlich ablaufen könnte, beschreibt folgendes Zitat aus dem Blog „The Business Insider“.

Druckmittel EK-Unterlegung und Margins

Im Fokus: "Naked CDS"

Definition von "nackt"

Eindämmung von Spekulation und/oder Marktmanipulation

Verschwörung der Short-Seller²

„The story line goes something like this: shorts snap up credit default swaps, pushing up prices, making creditors nervous and credit more expensive. Stock investors notice the credit markets look nervous so they start to sell off. Shake, rattle, roll and profits flow into the pockets of shorts“.

Quelle: The Business Insider

Der dem "Naked CDS"-Verbot vermutlich vor allem zu Grunde liegende Gedanke ist also die Verhinderung von Marktmanipulationen, die in letzter Konsequenz für das betroffene (Referenz-) Unternehmen zu einer individuellen „Kreditklemme“ führen können, bzw. die billige Übernahmen größerer Aktienpakete ermöglichen oder aber spekulative Short Seller-Aktivitäten am Aktienmarkt unterstützen sollen. In Einzelfällen ist es gerade während der Krise sicherlich zu solchen Aktivitäten gekommen. Es handelt sich jedoch wie eben gesagt um Einzelfälle, so dass hiervon unseres Erachtens keine systematischen Risiken ausgehen, wie zum Beispiel bei der Frage des Kontrahentenrisikos, welche von der Thematik „Naked CDS“ klar zu trennen ist. Betrachtet man zum Beispiel das viel zitierte Beispiel AIG, so ist festzustellen, dass die Probleme der Gesellschaft aus übermäßigen Protection-Verkäufen herrühren, die zudem nicht in „standardisierten“ Produkten, sondern überwiegend in CDS getätigt wurden, die auf Structured Finance referenzieren.

Das Konzeptpapier sieht nun – zunächst - die folgenden beiden Alternativen vor: (1) Beschränkung von „Spekulationen“, und (2) erweiterte Aufsicht bezüglich spekulativer Positionen. In beiden Fällen sind Positionen aus Protection-Käufen via CDS der Anknüpfungspunkt.

Die Beschränkung von Spekulationen wird als grundsätzliches Verbot (!) von Protection-Käufen formuliert, das jedoch durch einige Ausnahmen aufgeweicht wird. Die erste Ausnahme stellt zunächst einmal klar, dass das Verbot auf „Naked CDS“ abstellt, denn es heißt dort, dass Long-Protection-Positionen nicht verboten sind, wenn der Protection-Käufer den Referenz-Credit in Form einer Cash-Anleihe im Bestand hält, und über den CDS diese Position absichert.

Während auf den ersten Blick der OTC-Derivate-Markt aus den Angeln gehoben wird bzw. werden soll, enthält das Konzeptpapier zwei Ausnahmetatbestände, von denen zumindest einer mehr oder weniger den Regelfall darstellen sollte. Demnach soll kein Verbot von „Naked CDS“ greifen, wenn

1. es sich bei dem betroffenen Marktteilnehmer (Protection Buyer) um einen „bona fide³ Market Maker“ handelt, oder
2. der betroffene Marktteilnehmer ein qualifiziertes wirtschaftliches Interesse („bona fide economic interest“) hat, dass durch den fraglichen „Naked CDS“ abgesichert wird.

Erscheint der zweite Punkt durchaus interpretationsfähig und „dehnbar“, ist es hingegen eine „nackte“ Tatsache, dass CDS in ihren unterschiedlichen Ausprägungen überwiegend

² The Business Insider: „How Banning 'Naked' Credit Default Swaps Would Crush Credit Markets“, 24. Juli 2009

³ Für die Nicht-Lateiner: sinngemäß „redlich, echt“.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Systematisches Risiko vs. Marktmanipulation

Bekämpfung von "Spekulation" durch - zwei - Optionen

Eindämmung von "Spekulation" - Option Nr. 1 - Verbot

Ausnahmen könnten zur Regel werden

Nackte Tatsachen zu nackten CDS

zwischen Händlern bzw. Market Makern gehandelt werden, wie nachfolgende Auswertung von Daten der DTCC⁴ per 24. Juli 2009 illustriert:

Händler/Market Maker dominieren den Markt

Alle Credit-Produkte	Dealer	Non-Dealer/Customer	gesamt	Anteil Dealer/Dealer an gesamt
Dealer	21.479.948.735.120	2.376.168.707.598	23.856.117.442.718	81%
Non-Dealer/Customer	2.586.390.532.727	33.273.723.566	2.619.664.256.293	
gesamt	24.066.339.267.847	2.409.442.431.164	26.475.781.699.011	
Single Name CDS	Dealer	Non-Dealer/Customer	gesamt	Anteil Dealer/Dealer an gesamt
Dealer	12.650.636.022.021	1.238.544.902.924	13.889.180.924.945	83%
Non-Dealer/Customer	1.383.222.550.142	26.206.602.723	1.409.429.152.865	
gesamt	14.033.858.572.163	1.264.751.505.647	15.298.610.077.810	
CDS-Index	Dealer	Non-Dealer/Customer	gesamt	Anteil Dealer/Dealer an gesamt
Dealer	5.746.397.292.964	1.002.853.805.907	6.749.251.098.871	73%
Non-Dealer/Customer	1.102.432.333.558	6.885.212.363	1.109.317.545.921	
gesamt	6.848.829.626.522	1.009.739.018.270	7.858.568.644.792	
CDS-Index Tranchen	Dealer	Non-Dealer/Customer	gesamt	Anteil Dealer/Dealer an gesamt
Dealer	3.082.915.420.135	134.769.998.767	3.217.685.418.902	93%
Non-Dealer/Customer	100.735.649.027	181.908.480	100.917.557.507	
gesamt	3.183.651.069.162	134.951.907.247	3.318.602.976.409	

Quelle: DTCC

Die erweiterte Aufsichts-Variante sieht vor, dass alle „Naked CDS“ – vertraulich – an die Aufsichtsbehörden zu melden sind. Diese Meldepflicht besteht für OTC-Derivate-Händler, Investment-Advisor mit mehr als 100 Mio. USD Assets under Management sowie andere Institutionen, die in die Kategorie „bedeutende Marktteilnehmer“ fallen. In diesem Zusammenhang sollen die Aufsichtsbehörden autorisiert werden, für einzelne Marktteilnehmer Positionslimite vorschreiben zu dürfen sowie für Nicht-Market Maker Protection-Käufe zu verbieten, wenn hierdurch nicht vorhandene Positionen abgesichert werden.

Im Gegensatz zum Konzeptpapier gehen wir als Arbeitshypothese grundsätzlich davon aus, dass Spekulation – auch auf Basis von CDS – grundsätzlich zulässig sein sollte, weil man letztlich durch Eingehen einer entsprechenden Position seine Meinung über die künftige Marktentwicklung zum Ausdruck bringen kann. Zur Vermeidung bzw. Eindämmung von Marktmanipulationen erscheint es uns ausreichend und zielführend, nicht das Produkt selbst bzw. bestimmte Handelspositionen hieraus zu verbieten, sondern mehr Transparenz und Sicherheit auf Ebene der Marktteilnehmer zu schaffen, zum Beispiel durch entsprechende obligatorische Berichtspflichten über ihre Handelsaktivitäten in Verbindung mit Sanktionsmöglichkeiten durch die Aufsichtsbehörden. Niemand käme auf die Idee, wegen eines drastischen Anstiegs der Unfallzahlen, v.a. auf Grund des Wegfalls der PS-Beschränkung, Motorräder grundsätzlich zu verbieten – statt dessen hat man u.a. den Stufen-Führerschein eingeführt, welchen man letztlich jederzeit auch wieder – temporär – entziehen kann.

Letzten Endes ist zu bedenken, dass ein Verbot von „Naked CDS“ negative Konsequenzen nach sich ziehen würde, die so eigentlich nicht beabsichtigt sein können. Zum Beispiel wäre es c.p. nicht mehr möglich, eine gegenläufige CDS-Position aus dem – ungedeckten – Verkauf von Protection zu hedgen, da auch hier definitorisch eine „Naked CDS“-Position vorliegt. Diese Erschwernis würde sich nun aber auch in erheblichem Umfang auf das Verhal-

Eindämmung von „Spekulation“ - Option Nr. 2 - Erweiterte Aufsicht

Unsere Kritik (1)

Unsere Kritik (2)

⁴ The Depository Trust & Clearing Corporation, siehe www.dtcc.com.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

ten von Protection-Verkäufern auswirken, die sich nun letztlich einem erhöhten Risiko ausgesetzt sehen, da sie ihre offene Position nicht mehr so einfach wie bislang nahezu jederzeit schließen können. Als Folge würde zumindest eine Verteuerung der vom Protection-Verkäufer geforderten CDS-Prämie resultieren. Vermutlich würde aber sogar die Zahl der Protection-Verkäufer bzw. ihre Aktivitäten spürbar zurück gehen.

Schutz von US-Finanzinstituten vor schwächeren aufsichtsrechtlichen Standards im Ausland

Um regulatorische Arbitrage und letztlich Wettbewerbsverzerrungen zu verhindern, wird beabsichtigt, dass die US-Aufsichtsbehörden mit ihren Pendanten im Ausland kooperieren und darauf hin arbeiten, die internationale Regulierung der OTC-Derivatemärkte zu harmonisieren.

Insoweit soll es nicht bei einem Lippenbekenntnis bleiben, und um entsprechende „Anreize“ zur Kooperation zu setzen soll das US-Treasury ermächtigt werden, ausländischen Banken als ultima ratio den Zugang zum US-Markt zu untersagen, wenn die regulatorischen Vorschriften in ihrem Sitz-Staat, insbesondere hinsichtlich der Eigenkapitalunterlegungsvorschriften aus Sicht der US-Behörden nicht adäquat („lower than in the United States“) sind.

Kein "Ougadougou"

Ultima Ratio: Hausverbot für Auslandsbanken

Impressum

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Frank Westhoff
Verantwortlich: Klaus Holschuh, Leiter Research und Volkswirtschaft
Verantwortlich: Dr. Jan Holthusen, Leiter Fixed Income Research, Tel.: +49 (0)69 7447 6163, E-Mail: jan.holthusen@dzbank.de
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2009
Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen–Bond analyses ("Corporate Bonds and Eurobonds of Emerging Markets")

Die DZ BANK führt Listen von bestimmten Emittenten, die Anleihen begeben und für die Empfehlungen ("Masterlisten für Corporates und für Emerging Markets" veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten sind unter anderem die Handelbarkeit und gute Marktliquidität von Anleihen dieser Emittenten. Hierbei liegt es allein im Ermessen der DZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Masterliste vorzunehmen. Für die auf der Masterliste aufgeführten Unternehmen und Länder wird mindestens quartalsweise ein Kurzkomentar bzw. eine zusammenfassende Bewertung (Empfehlungsübersicht) erstellt. Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Masterliste aufgeführten Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany

Verantwortliches Unternehmen

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main, Germany

Vergütung der Analysten

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

Die nachfolgenden Erläuterungen (1-6) beziehen sich auf die angegebenen Hochziffern in der Finanzanalyse.

Die DZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 5) halten Aktien des analysierten Emittenten im Handelsbestand.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Weitere Informationen und Pflichtangaben zu Finanzanalysen finden Sie unter www.dzbank.de

Fixed Income Research: Veränderte Anlageurteile der letzten 12 Monate

AAREAL BANK AG	09.07.2009	Marketperformer	EWE AG	07.05.2009	Underperformer	SNS BANK NEDERLAND	09.07.2009	Outperformer
AAREAL BANK AG	15.01.2009	Underperformer	EWE AG	19.11.2008	Marketperformer	SNS BANK NEDERLAND	15.01.2009	Marketperformer
ACHMEA HYPOTHEEK BANK NV	15.01.2009	Underperformer	FEDERAL REP OF GERMANY	06.11.2008	Outperformer	SUEDZUCKER AG	30.04.2009	Outperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	15.01.2009	Underperformer	FRENCH REPUBLIC	07.05.2009	Marketperformer	TELECOM ITALIA SPA	11.05.2009	Marketperformer
ARCELOR MITTAL	11.02.2009	Underperformer	FRENCH REPUBLIC	06.11.2008	Outperformer	TELECOM ITALIA SPA	06.11.2008	Underperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	09.07.2009	Marketperformer	GDF SUEZ	05.05.2009	Marketperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	25.05.2009	Underperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	28.04.2009	Underperformer	GDF SUEZ	18.09.2008	Outperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	26.02.2009	Marketperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	15.01.2009	Marketperformer	GOLDMAN SACHS GROUP INC	15.01.2009	Marketperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	19.11.2008	Outperformer
BANCO ESPIRITO SANTO	15.01.2009	Marketperformer	HELLENIC REPUBLIC	08.06.2009	Underperformer	TELIASONERA AB	10.10.2008	Marketperformer
BANCO POPULAR ESPANOL	09.07.2009	Marketperformer	HELLENIC REPUBLIC	06.11.2008	Marketperformer	TESCO PLC	21.08.2008	Marketperformer
BANCO POPULAR ESPANOL	15.01.2009	Underperformer	HENKEL KGAA	14.11.2008	Underperformer	THYSSENKRUPP AG	13.02.2009	Underperformer
BANCO SANTANDER SA	15.01.2009	Marketperformer	HSB NORDBANK AG	15.01.2009	Underperformer	TUI AG	02.03.2009	Underperformer
BANK OF AMERICA CORP	09.07.2009	Marketperformer	HYPOTHEK REAL ESTATE HLDG AG	03.06.2009	Marketperformer	UBS AG	22.01.2009	Marketperformer
BANK OF AMERICA CORP	15.01.2009	Underperformer	HYPOTHEK REAL ESTATE HLDG AG	15.01.2009	Underperformer	UBS AG	21.01.2009	Underperformer
BASF AG	31.10.2008	Underperformer	IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG	09.07.2009	Underperformer	UBS AG/FRANKFURT	16.01.2009	Marketperformer
BAYERISCHE LANDESBANK	09.07.2009	Underperformer	IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG	15.01.2009	Marketperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	13.05.2009	Marketperformer
BAYERISCHE LANDESBANK	15.01.2009	Marketperformer	IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	27.11.2008	Marketperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	10.12.2008	Underperformer
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	18.09.2008	Marketperformer	INTESA SANPAOLO SPA	06.07.2009	Underperformer	UNITED MEXICAN STATES	27.04.2009	Underperformer
BERLIN-HANNOVER HYPBK AG	15.01.2009	Marketperformer	JPMORGAN CHASE & CO	09.07.2009	Marketperformer	UNITED MEXICAN STATES	26.11.2008	Outperformer
BERTELSMANN AG	12.05.2009	Underperformer	JPMORGAN CHASE & CO	15.01.2009	Underperformer	VATTENFALL AB	24.02.2009	Outperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	19.02.2009	Underperformer	KINGDOM OF BELGIUM	06.11.2008	Marketperformer	VATTENFALL AB	15.10.2008	Marketperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	09.12.2008	Marketperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	29.01.2009	Outperformer	VOLKSWAGEN AG	27.10.2008	Marketperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	18.09.2008	Underperformer	KONINKLIJKE AHOLD NV	19.11.2008	Marketperformer	VOLKSWAGEN AG	21.08.2008	Outperformer
CAISSE CENTRALE DES JARDINS DU QUEBEC	09.07.2009	Marketperformer	KONINKLIJKE AHOLD NV	01.09.2008	Underperformer			
CAISSE CENTRALE DES JARDINS DU QUEBEC	15.01.2009	Underperformer	LAFARGE	21.01.2009	Underperformer			
CAISSE CENTRALE DU CREDIT IMMOBILIER DE FRANCE	09.07.2009	Underperformer	LAFARGE	07.11.2008	Marketperformer			
CAISSE CENTRALE DU CREDIT IMMOBILIER DE FRANCE	15.01.2009	Marketperformer	LANDESBANK BADEN-WUERTTEMBERG	15.01.2009	Underperformer			
CAIXA ECONOMICA MONTEPIO GERAL	09.07.2009	Marketperformer	LEASEPLAN CORPORATION NV	15.01.2009	Underperformer			
CAIXA ECONOMICA MONTEPIO GERAL	15.01.2009	Underperformer	LINDE AG	05.05.2009	Outperformer			
CARREFOUR SA	18.11.2008	Underperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	09.07.2009	Marketperformer			
CASINO GUICHARD PERRACHON SA	15.10.2008	Marketperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	02.03.2009	Underperformer			
CASINO GUICHARD PERRACHON SA	29.08.2008	Outperformer	LMVH MOET-HENNESSY	10.02.2009	Underperformer			
CIE FINANCIERE DU CRED	09.07.2009	Underperformer	MEDIOBANCA SPA	09.07.2009	Underperformer			
CIE FINANCIERE DU CRED	15.01.2009	Marketperformer	MEDIOBANCA SPA	15.01.2009	Marketperformer			
COMMERZBANK AG	16.01.2009	Marketperformer	MEDIOBANCA SPA	10.12.2008	Underperformer			
CONTINENTAL AG	10.02.2009	Underperformer	MERCK KGAA	18.02.2009	Underperformer			
CONTINENTAL AG	19.01.2009	Marketperformer	MERRILL LYNCH & CO	09.07.2009	Marketperformer			
CONTINENTAL AG	10.11.2008	Underperformer	MERRILL LYNCH & CO	15.01.2009	Underperformer			
CREDIT AGRICOLE SA	09.07.2009	Underperformer	MORGAN STANLEY	09.07.2009	Marketperformer			
CREDIT AGRICOLE SA	16.01.2009	Marketperformer	MORGAN STANLEY	09.04.2009	Underperformer			
CREDIT SUISSE	09.07.2009	Marketperformer	MORGAN STANLEY	15.01.2009	Marketperformer			
CREDIT SUISSE	24.04.2009	Outperformer	NATIONWIDE BLDG SOCIETY	15.01.2009	Marketperformer			
CREDIT SUISSE	16.01.2009	Marketperformer	OTP BANK PLC	09.07.2009	Marketperformer			
DAIMLER AG	27.10.2008	Marketperformer	OTP BANK PLC	15.01.2009	Underperformer			
DAIMLER AG	18.09.2008	Outperformer	PEUGEOT SA	27.10.2008	Underperformer			
DEPFA BANK PLC	15.01.2009	Underperformer	PEUGEOT SA	18.09.2008	Marketperformer			
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	09.07.2009	Underperformer	POHJOLA BANK PLC	09.07.2009	Marketperformer			
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	15.01.2009	Marketperformer	POHJOLA BANK PLC	07.05.2009	Underperformer			
DEUTSCHE LUFTHANSA AG	12.03.2009	Underperformer	PORSCHE AG	15.01.2009	Outperformer			
DEUTSCHE TELEKOM AG	22.04.2009	Marketperformer	PORSCHE AG	23.07.2009	Marketperformer			
DEUTSCHE TELEKOM AG	07.11.2008	Outperformer	PORSCHE AG	14.05.2009	Underperformer			
DNB NORBANK ASA	06.05.2009	Marketperformer	PORSCHE AG	07.01.2009	Marketperformer			
DNB NORBANK ASA	15.01.2009	Outperformer	PORSCHE AG	27.10.2008	Underperformer			
DUESSELDORFER HYPOBANK	15.01.2009	Underperformer	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	18.02.2009	Marketperformer			
E.ON AG	13.05.2009	Marketperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	06.11.2008	Marketperformer			
EBS BUILDING SOCIETY	10.03.2009	Underperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	26.05.2009	Marketperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE	22.01.2009	Outperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	15.01.2009	Underperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE	14.01.2009	Marketperformer	REPSOL YPF SA	17.11.2008	Underperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE	19.11.2008	Marketperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	12.03.2009	Outperformer			
ENBW ENERGIE BADEN-WUERTTEMBERG	11.05.2009	Underperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	06.11.2008	Underperformer			
ENDESA S.A.	13.03.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF BULGARIA	26.11.2008	Underperformer			
ENDESA S.A.	22.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF CROATIA	11.03.2009	Underperformer			
ENDESA S.A.	18.12.2008	Marketperformer	REPUBLIC OF CROATIA	26.11.2008	Marketperformer			
ENEL-SOCIETA PER AZIONI	13.05.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF FINLAND	06.11.2008	Marketperformer			
ENEL-SOCIETA PER AZIONI	22.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF HUNGARY	24.07.2009	Outperformer			
ENEL-SOCIETA PER AZIONI	12.11.2008	Marketperformer	REPUBLIC OF HUNGARY	15.10.2008	Underperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	09.07.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF IRELAND	29.01.2009	Underperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	15.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF IRELAND	06.11.2008	Marketperformer			
EUROHYPO AG	09.04.2009	Underperformer	REPUBLIC OF SLOVENIA	06.11.2008	Marketperformer			
EUROHYPO AG	07.04.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	26.11.2008	Underperformer			
EUROHYPO AG	15.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF TURKEY	11.03.2009	Underperformer			
			ROBERT BOSCH GMBH	04.08.2008	Outperformer			
			RWE AG	13.11.2008	Outperformer			
			SANOFI-AVENTIS	29.04.2009	Outperformer			

31.7.2009

Disclaimer

1. a) Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank AG, Frankfurt am Main, Deutschland ("DZ BANK") erstellt und von der DZ BANK für die Verteilung in Deutschland und solchen Orten, die nachstehend genannt sind, genehmigt. Die Analysten, die dieses Dokument verfasst haben, sind bei der DZ BANK angestellt.
- b) Unsere Empfehlungen stellen keine Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach besten Kräften erstellte Beurteilung der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments wieder und können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Dokument darf in allen Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Wertpapiere durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.
- c) Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden.
- d) Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend geben die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren übernimmt die DZ BANK keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

- e) Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfoliowalter tätig.
- f) Die DZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der DZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.
- g) Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Wertpapieren oder Futures von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

2. Spezifische Angaben für die Vereinigten Staaten von Amerika und Kanada: Dieses Research-Dokument wird US-amerikanischen Investoren durch die DZ BANK gemäß Vorschrift 15a-6 des *Securities and Exchange Act of 1934* zur Verfügung gestellt. Es wird ausschließlich an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6 verteilt und ist ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei der in den Vereinigten Staaten als Händler und Makler registrierten Tochtergesellschaft der DZ BANK platziert werden. Sie erreichen die DZ Financial Markets LLC in der 609 Fifth Avenue, New York, NY 10017, 121-745-1600. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von Analysten verfasst, für die möglicherweise keine Vorschriften über die Erstellung von Analysen und die Unabhängigkeit von Research-Analysten gelten, die den Vorschriften entsprechen, die in den Vereinigten Staaten gelten. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind diejenigen der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können ohne Mitteilung geändert werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der DZ BANK aus Quellen zusammengestellt, die als zuverlässig eingeschätzt wurden; es übernimmt jedoch weder die DZ BANK noch ihre Tochtergesellschaften noch irgendeine andere Person ausdrücklich oder stillschweigend irgendwelche Garantien oder Gewährleistungen bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieses Dokuments. Im Anwendungsbereich der bundesrechtlichen Rechtsvorschriften der Vereinigten Staaten von Amerika (USA) oder dem Recht der Einzelstaaten der USA geht der vorstehende Garantie-, Haftungs- und Gewährleistungsausschluss der Klausel zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1 d) vor. Die in diesem Dokument analysierten Wertpapiere/ADRS sind entweder an einer US-amerikanischen Börse notiert bzw. werden am US-amerikanischen Over-the-Counter-Markt oder ausschließlich am Devisenmarkt gehandelt. Diejenigen Wertpapiere, die nicht in den USA registriert sind, dürfen nicht innerhalb der USA oder US-amerikanischen Personen angeboten oder innerhalb der USA oder an US-amerikanischen Personen verkauft werden (im Sinne von *Regulation S* und gemäß *Securities Act of 1933* (das „Wertpapiergesetz“), es sei denn, es liegt eine Ausnahme entsprechend des Wertpapiergesetzes vor. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar und weder dieses Dokument noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitigen Verpflichtung irgendeiner Art. Darüber hinaus ist es nicht zulässig, sich im Zusammenhang mit irgendeinem Vertrag oder einer anderweitigen Verpflichtung auf dieses Dokument oder irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile zu stützen.

In Kanada darf dieses Dokument nur an die dort gebietsansässigen Personen verteilt werden, die, befreit von der Prospektpflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen, berechtigt sind, Abschlüsse im Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.

3.a) Spezifische Angaben für Großbritannien: Die DZ BANK unterliegt hinsichtlich ihrer Verhaltens- und Organisationspflichten der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Soweit allerdings dieses Dokument in Großbritannien verteilt wird, darf es nur an berechnigte Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (*Professional Clients*) entsprechend der Definition dieser Begriffe in den FSA (*Financial Services Authority*) Regularien verteilt und an diese gerichtet sein (diese Personen werden folgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Keine anderen als die relevanten Personen sollen auf der Grundlage dieses Dokuments handeln oder darauf vertrauen. Jede Investitionen oder Investmentaktivität, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur relevanten Personen zur Verfügung und nur relevante Personen können diese Investitionen tätigen.

b) Die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften schließen ausdrücklich alle Bedingungen, Garantien, Gewährleistungen und Bestimmungen (gleich, ob sie auf Gesetz, *Common Law* oder auf anderer Grundlage beruhen) jeglicher Art aus, gleichgültig, ob sie sich auf die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Information oder der in diesem Dokument vertretenen Meinungen oder Sonstiges beziehen. Ferner übernimmt die DZ BANK keinerlei Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste jeglicher Art, gleichgültig, ob sie aus einer Vertragsverletzung, unerlaubter Handlung (inklusive Fahrlässigkeit), Verletzung einer gesetzlichen Pflicht, Freistellung oder sonstigen Tatbeständen herrühren, welche durch die Veröffentlichung und/oder Nutzung dieses Dokuments entstanden sind. Mit keiner Angabe in diesem Disclaimer ist beabsichtigt, die Haftung für (i) Betrug, (ii) den Tod oder körperliche Verletzungen aufgrund von Fahrlässigkeit, (iii) Verletzung von Bedingungen mit Bezug auf Ansprüche gemäß Abschnitt 2 *Sale of Goods Act 1979* und/oder Abschnitt 2 *Supply of Goods and Services Act 1982*, oder (iv) in Bezug auf Tatbestände, bei denen die Haftung kraft Gesetzes nicht begrenzt oder aufgehoben werden darf, ganz oder teilweise auszuschließen. Im Anwendungsbereich der in England geltenden Rechtsvorschriften geht diese Ziffer 3 b) den Bestimmungen zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1 d) vor.

4. Spezifische Angaben für Italien: Dieses Dokument darf in Italien nur an Personen weitergeleitet werden, die in Artikel 2 (1) (e) der Richtlinie 2003/71/EG definiert sind („Qualifizierte Anleger“). Andere Personen als Qualifizierte Anleger sollten die Informationen in diesem Dokument weder lesen, noch danach handeln oder sich darauf verlassen. Jegliche Handlungen, die in diesem Dokument genannt werden, werden nur mit oder für Qualifizierte Anleger vorgenommen.

5.a) Hinweis: Sämtliche Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der DZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die DZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden.

b) Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.

c) Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Research Reports. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Emittentin informieren.

d) Indem Sie dieses Dokument nutzen oder sich gleich in welcher Weise darauf verlassen, akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich. Zusätzliche Informationen über den Inhalt dieser Studie erhalten Sie auf Anfrage.

e) Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

Verantwortlich			
Frank Cerveny, CIIA / CEFA	Leiter Research ABS & Structured Credits	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 38 18	frank.cerveny@dzbank.de
Autor(en) und Ersteller			
Frank Cerveny ,CIIA / CEFA	Leiter Research ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 38 18	frank.cerveny@dzbank.de
Ansprechpartner			
Capital Markets			
Deutschland / Österreich			
	Bereichsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Sales Institutionelle Kunden	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 63 70	Klaus Bollmann
	Gruppenleiter Sales Institutionelle Deutschland	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 18 36	Thorsten Göttel
	Gruppenleiter Strukturierte Produkte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 40 07	Jörn Schneider
Sales Banken	Gruppenleiter Institutionelle Banken und Österreich	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Norbert Schäfer
	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Gruppenleiter Nord/Ost	+ 49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Gruppenleiter Bayern	+ 49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Gruppenleiter Mitte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
Sales Firmenkunden	Gruppenleiter Zentral	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Großkunden	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 18 50	Hans-J. Gretscher
	Gruppenleiter VR Cross-Selling und Mittelstand	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 43 54	Klaus Langer
	Gruppenleiter Internationale Kunden, Public Clients	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 69 5	Christian Sauer
Consulting / Advisory	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
Treasury	Gruppenleiter Liquidität Verbund	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 12 16	Marianne Höhler
Banken Retail Clients	Gruppenleiter Retailsales Nord	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 71 26	Jörg Hartmann
	Gruppenleiter Vertrieb Produktlösungen	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 36 7	Markus Reitmeier
	Gruppenleiterin Handel Zinsprodukte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 68 20	Kirsten Ernst
Capital Markets			
International Clients			
Sales Europa	Bereichsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 99 09 9	Frank Scheidig
	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 90 15 1	Marc Brugman
	Gruppenleiter Westeuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 28 39	Marco Kubatzki
	Gruppenleiter Südeuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 34 50	Paola Schmauss-Cortés
	Gruppenleiter Nordeuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
Sales Emerging Markets	Gruppenleiter Zentralbanken	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 99 39 9	Pavel Jansta
	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Mittlerer Osten / Nord-Afrika / Türkei	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 50 0	Marc Schoucair
Sales Asien	Gruppenleiter Zentral- und Osteuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 16 18	Nikos Papailiou
	Abteilungsleiter	+ 65 – 65 80 – 16 28	Mahmood Jumabhoy
	Gruppenleiter Nord- und Südasien	+ 65 – 65 80 – 16 28	Aik Kiong Yeo
Origination			
	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 49 97	Arnold Fohler
	Gruppenleiter Financials Deutschland	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 48 00	Jörg Müller
	Gruppenleiter Financials Ausland und Corporates	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai-Henning Poerschke