

ABS & Structured Credits

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

BBB = Bad Bank Boom Intro

- Die Forderung nach einer oder mehreren „Bad Banks“ wird in den meisten europäischen Ländern immer wieder laut. Unabhängig vom Vehikel Bad Bank und vom eingesetzten Instrumentarium geht es letztlich um die Entlastung bzw. Bereinigung der Bankbilanzen von so genannten „toxischen Assets“.
- Diese Bereinigung stellt kein Ziel an sich dar, sondern soll wiederum als Mittel zum Zweck dienen, durch Eigenkapitalentlastung und Schaffung von Transparenz sowie Vertrauen die Kreditvergabe an Unternehmen und Konsumenten zu stimulieren.
- Nachdem bereits vereinzelt Insellösungen geschaffen wurden, hat die EU-Kommission am 25. Februar einen verbindlichen Rahmen veröffentlicht, der das weitere Vorgehen im Hinblick auf bilanzielle Entlastungsmaßnahmen der Banken determiniert („Communication from the Commission on the Treatment of Impaired Assets in the Community Banking Sector“).
- Im Vorgriff auf eine ausführliche Studie zum Thema „Bad Bank“ skizzieren wir in dieser kurzen Research Note die wesentlichen Inhalte des EU-Papiers und arbeiten wesentliche Problemfelder heraus: Ex ante-Transparenz und Kreis der teilnahmeberechtigten Banken, Verteilung von Risiken/Lasten zwischen Banken und Staat, Interessenausgleich zwischen Banken und Staat, Kreis der zulässigen Assets, Bewertung zulässiger Assets und Asset Management.
- Auch wenn die Regelungen relativ allgemein gehalten sind, können einige aufschlussreiche Ergebnisse bereits jetzt festgehalten werden: es wird keine allumfassenden staatlichen „bail outs“ ohne maximale Verlustbeteiligung der Banken selbst geben, ebenso wenig wie eine flächendeckende „Rettung“ aller Banken.
- Es gibt keinen Königsweg zur Beendigung der Finanzkrise, aber das EU-Papier lässt hoffen, dass der „Werkzeugkasten“ der zur Reparatur bereit stehen wird, umfassend und effizient genug ist.

Anleihen

Flash
6.3.2009

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

Bad Bank und Good Bank

EU Kommission steckt Rahmen für toxische Assets ab

Die Forderung nach einer oder mehreren „Bad Banks“ wird in den meisten europäischen Ländern immer wieder laut. In den USA hat man im Rahmen des TALF-Programms bereits die entsprechenden Voraussetzungen für ein solches „Institut“ geschaffen. Unabhängig vom Vehikel Bad Bank und vom eingesetzten Instrumentarium – wir werden hierzu in Kürze unsere ausführliche Studie „**BBB = Bad Bank Boom**“ veröffentlichen - geht es letztlich um die Entlastung bzw. Bereinigung der Bankbilanzen von so genannten „toxischen Assets“. Diese Bereinigung stellt kein Ziel an sich dar, sondern soll wiederum als Mittel zum Zweck dienen, durch Eigenkapitalentlastung und die Schaffung von Transparenz sowie Restaurierung von Vertrauen, die Kreditvergabe an Unternehmen und Konsumenten zu stimulieren.

Auch hier gilt, dass viele Wege nach Rom führen, um dieses Ziel zu erreichen. In diesem Falle gehen die Wege jedoch auch von Rom, bzw. den dort 1957 geschlossenen Verträgen aus. Denn am 25. Februar hat die EU Kommission einen verbindlichen Rahmen („Communication from the Commission on the Treatment of Impaired Assets in the Community Banking Sector“, nachfolgend „EU-Guideline“) veröffentlicht, der das weitere Vorgehen im Hinblick auf den Umgang mit toxischen Assets determiniert.

Wenn die Regelungen in dem Papier auch sehr allgemein gehalten sind, werden doch gewisse Spielregeln festgelegt, und vor allem zweifelsfrei klar gestellt, dass wesentliche Detailfragen, wie zum Beispiel die Abgrenzung der von Hilfsprogrammen erfassten Assets, Transferpreise sowie die Vergütung an die jeweiligen Staaten grundsätzlich ex ante auf EU-Ebene abgestimmt werden müssen, um ein konsistentes Gesamtergebnis zu erzielen. Hierdurch sollen insbesondere Wettbewerbsverzerrungen sowie potenzielle regulatorische Arbitrage, vor allem von Seiten international agierender Banken verhindert werden.

Die Diskussion um die Bad Bank, ebenso wie das Positionspapier der EU Kommission ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass mittlerweile als herrschende Meinung gilt, dass Maßnahmen im Rahmen der vorhandenen Rettungspakete, die nur auf der Passivseite der Bankbilanz (Eigenkapital, Anleihen mit Staatsgarantie) ansetzen, nicht ausreichend sind. Kapitalmaßnahmen werden aufgeessen durch Marktwertabschreibungen vor allem strukturierter Credit-Produkte. Insgesamt herrscht nach wie vor eine große Verunsicherung über die mögliche Höhe weiterer u.U. erforderlich werdender Wertkorrekturen und die Verteilung dieser Lasten unter den Marktteilnehmern. Mit anderen Worten, es fehlt nach wie vor Transparenz bei den bzw. Vertrauen in die Banken.

Handlungsalternativen

Die Umsetzung bilanzieller Entlastungsmaßnahmen kann grundsätzlich entweder über ein Kauf-, Versicherungs- oder hybrides Modell erfolgen, was sehr unterschiedliche Konsequenzen hinsichtlich des Bilanzansatzes der betroffenen „toxischen“ oder „impaired“ Assets hat, ebenso wie auf die Zahlungsströme. Aus Sicht des Staates, der die Entlastungsmaßnahme initiiert, besteht grundsätzlich ein Risiko in Höhe des Transferpreises (Kauf-Modell) bzw. der Versicherungssumme (Versicherungs-Modell), welche seinen maximal möglichen Verlust aus der Transaktion darstellen. Generell sollten realisierte Verluste aus den in Entlastungsmaßnahmen einbezogenen Aktiva in größtmöglichem Umfang verursachungsgerecht von den Banken getragen werden. Deshalb kommt bei jedem Konstrukt der Frage der Verteilung von Risiken und Chancen sowie der Bemessung des Entgelts für die Entlastungsmaßnahme (z.B. in Form von Kaufpreisabschlägen bzw. der Versicherungsprämie) eine besondere Bedeutung zu.

Bad Bank nur (ein) Mittel zum Zweck

Viele Wege führen nach Rom

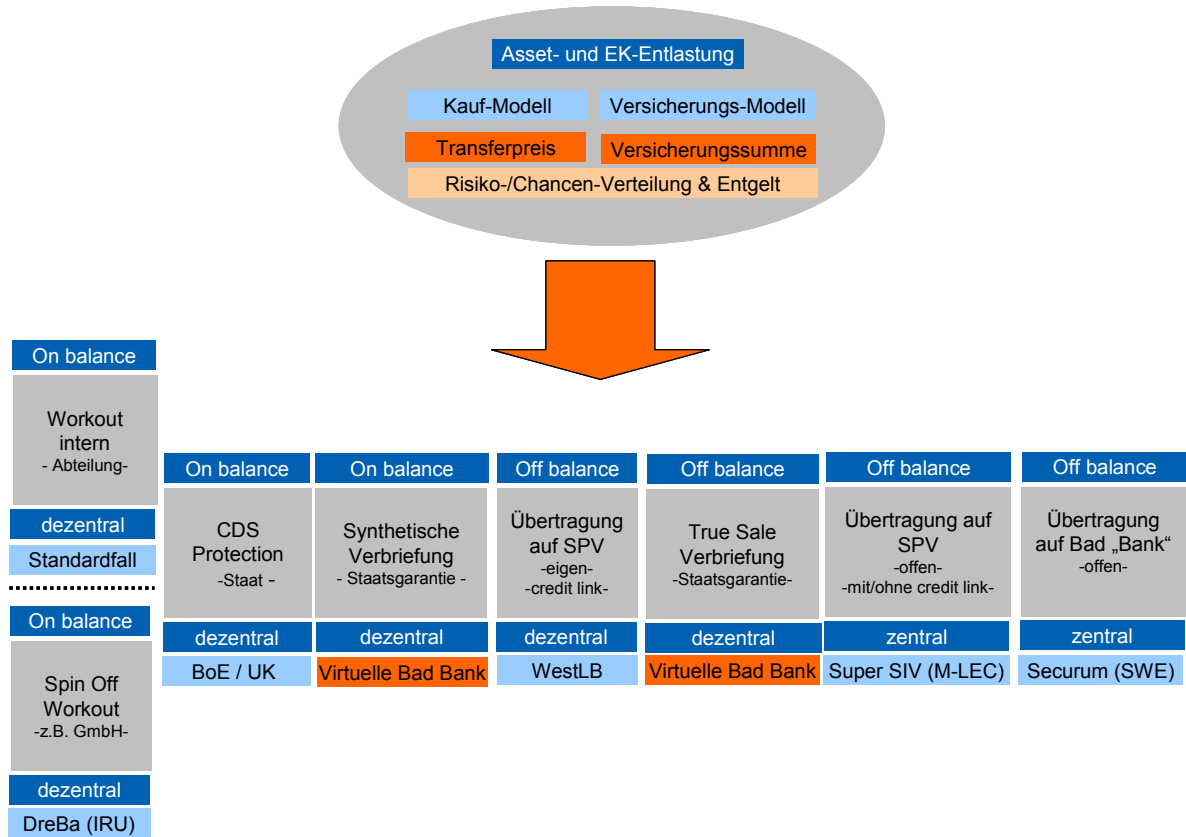
Spielregeln werden bereits deutlich

Hilfe für Aktiv- und Passivseite der Bilanz erforderlich

Kauf-, Versicherungs- und hybride Modelle

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

Bad Bank Varianten – Viele Wege führen nach Rom



Quelle: DZ BANK

Für die instrumentelle Ausgestaltung von Entlastungsmaßnahmen gibt es vielfältige denkbare Varianten, von denen bislang im Zuge der aktuellen Krise, aber auch historisch schon einige „ausprobiert“ wurden. Diese Beispiele sind in der obigen Grafik jeweils in der untersten Zeile aufgeführt und werden, ebenso wie die oben nur grundsätzlich angerissenen Problemfelder bei Entlastungsmaßnahmen, detailliert in der bereits erwähnten, demnächst erscheinenden Bad Bank Studie beschrieben, wobei wir auch einen Lösungsansatz mittels Verbriefung darstellen werden, den wir „virtuelle Bad Bank“ nennen.

Bad Bank = Alter Wein in neuen Schläuchen ?

Richtlinien der EU Kommission für „Asset Relief-Maßnahmen“

In dieser kurzen Research Note stellen wir die zentralen Aspekte der EU-Guideline vom 25. Februar vor, welche in der folgenden linken Grafik dargestellt sind. Durch das Setzen eines Rahmens für künftige nationale Entlastungspakete, sollen vor allem die in der rechten Grafik skizzierten Ziele erreicht werden. Auch wenn die Vorgaben im jetzigen Stadium noch sehr allgemein und abstrakt gehalten sind, geben sie wertvolle Hinweise darauf, was in den EU-Mitgliedstaaten diesbezüglich in den kommenden Monaten umgesetzt werden könnte.

Sechs zentrale Felder

Zentrale Aspekte von Asset Relief-Maßnahmen

Teilnahmeberechtigte Banken / Transparenz
Verteilung von Risiken / Lasten Banken vs. Staat
Interessenausgleich Banken vs. Staat
Zulässige Assets
Bewertung zulässiger Assets
Asset Management

Ziele der EU i.V.m. Asset Relief Maßnahmen

Schutz der Stabilität des Finanzsystems
Wiederherstellung von Vertrauen durch Demonstration konzentrierter Vorgehensweise auf EU-Ebene
Förderung der Kreditvergabe/ Vermeidung Credit Crunch
Vermeidung einer Spirale von Rekapitalisierungsmaßnahmen
Beachtung von Budget-Restriktionen/Besonderheiten einzelner Staaten
Vermeidung von First-Mover Aktivitäten und Ingangsetzen eines „Subventionswettlaufs“ zwischen EU-Staaten
Schutz des einheitlichen Binnenmarktes für Finanz-Dienstleistungen und Abwehr von Protektionismus
Minimierung von Wettbewerbsverzerrungen und Moral Hazard unter Beachtung der Kontrolle staatlicher Beihilfen

Quelle: EU-Kommission, DZ BANK

Das wesentliche Ergebnis sei vorweg genommen, und war auch nicht viel anders zu erwarten: einen allumfassenden staatlichen „bail out“, der ausschließlich zu Lasten letztendlich der Bürger bzw. Steuerzahler geht, wird es nicht geben – ebenso wenig wie eine flächendeckende „Rettung“ aller Banken ohne schmerzhaftes Einschnitte. Letzteres ergibt sich daraus, dass an verschiedenen Stellen darauf hingewiesen wird, dass auch „Asset Relief“-Programme (nachfolgend ARP) zum Teil nur den Rahmen darstellen, um eine Restrukturierung bzw. geordnete Abwicklung einzelner Häuser durchzuführen. In diesem Kontext ist auch die vorgestellte Alternative zu sehen, in extrem gelagerten Fällen statt einer „Bad Bank“-Lösung, eine „Good Bank“-Lösung zu schaffen, indem nicht etwa die schlechten, sondern die guten Assets transferiert werden und das Residuum abgewickelt wird.

Quintessenz: Kein Freibier für alle

Ex ante Transparenz und Teilnahme berechtigter Banken

Nach dem Motto „Problem erkannt – Bank (noch nicht) tot“, soll in einem ersten, auf potenzielle ARP-Maßnahmen vorbereitenden Schritt zunächst das genaue Ausmaß der Aktiva bezogenen Probleme einer Bank identifiziert und - ex ante, also vor Inanspruchnahme von Entlastungsmaßnahmen - transparent gemacht werden. Gleichzeitig soll auch das Potenzial der Bank abgeschätzt werden, wieder eigenständig lebensfähig zu sein. Letzten Endes soll durch diesen „Gesundheits-Check“ sinnlose Ressourcenverschwendung vermieden werden. Eine Berechtigung zur Partizipation an ARPs nach dem Gießkannenprinzip wird es demnach in keinem Land geben, mit allen nachgelagerten Konsequenzen, wie bereits erwähnt.

"Problem erkannt - Bank (noch) nicht tot"

Im Hinblick auf Transparenz wird verlangt, dass die den Antrag stellende Bank differenziert offen legt, in welchem Umfang bereits Impairments¹ eingetreten sind und welche Assets

Vertrauen ist gut - Kontrolle ist besser

¹ Im Folgenden werden wegen der umständlichen, etwas unpräzisen Übersetzung die englischen Ausdrücke „Impairments“ sowie „impaired assets“ verwendet.

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

von den ARM erfasst werden sollen. Die Wertansätze der fraglichen Assets müssen hierbei von unabhängigen Experten bestätigt und von den zuständigen Aufsichtsbehörden überprüft werden. Ziel ist, die für ein Institut erforderliche Hilfe bzw. den aus dem Asset-Transfer resultierenden Verlust zu quantifizieren.

Verteilung von Risiken und Lasten zwischen Banken, Aktionären und Staat

Die EU-Guidelines stellen im Hinblick auf die Lastenverteilung den klaren Grundsatz auf, dass Banken die Verluste aus impaired Assets in größtmöglichem Umfang selbst tragen sollen. Neben den beiden oben skizzierten Eingangsvoraussetzungen der ex ante Transparenz-/Offenlegung sowie valider ex ante Bewertung ist hierfür zwingende Voraussetzung, dass - ebenfalls ex ante - eine angemessene Vergütung für den Staat festgelegt wird.

Nur in Fällen, in denen ex ante aus zwingenden Gründen keine umfassende Regelung zur Lastenverteilung getroffen werden kann, ist es möglich, diese später nachzuholen. Instrumentell ist hier je nach der Variante des ARP zu differenzieren. Bei einem Modell des Asset-Kaufs wird als mögliches Instrument die Claw Back Clause genannt, welche die Anspruchgrundlage für eine nachträgliche Kaufpreisreduzierung bzw. -rückforderung darstellen würde, falls die Wertentwicklung der transferierten Assets hinter den ursprünglichen Erwartungen zurück bleibt. Wird hingegen ein Versicherungs-Modell verwendet, könnte zum Beispiel eine Erstverlustvereinbarung („Clause of First Loss“) in Verbindung mit einer Residualverlustvereinbarung („Clause of Residual Loss Sharing“) getroffen werden. Für die beiden Klauseln des Versicherungs-Modells wird, bezogen auf die zu tragenden Erst- sowie darüber hinaus gehenden Residualverluste eine Untergrenze von jeweils 10% vorgeschlagen. Der Verlust-Eigenbehalt im Falle des Asset-Verkaufs wird nicht quantifiziert, aber müsste sich nach unserem Verständnis in einer Analogie ebenfalls in der Dimension von 20% bewegen.

Als Ausnahme zur im vorigen Abschnitt postulierten Regel, dass ARP-Maßnahmen an die Überlebensfähigkeit der Bank geknüpft sein sollen, wird der Fall von systemrelevanten Häusern genannt. In solchen Fällen kann Hilfe, begrenzt auf das unbedingt notwendige Maß in Form von Asset-Käufen oder Asset-Versicherungen zur Verfügung gestellt werden, um entweder eine Restrukturierung oder eine geordnete Abwicklung zu ermöglichen. Für solche eher kritischen Fälle wird auch die Option der Verstaatlichung als Ultima Ratio ins Spiel gebracht.

Interessenausgleich zwischen Banken und Staat

Die Inanspruchnahme nationaler ARPs soll laut EU Guidelines grundsätzlich nur in einem Zeitfenster von sechs Monaten angemeldet werden können, was wohlgermerkt nicht mit dem Zeitraum der Inanspruchnahme zu verwechseln ist, welcher wesentlich länger sein kann. Durch diese Begrenzung soll nicht nur eine möglichst schnelle Auflösung der Krise erreicht werden. Vielmehr will man Banken auch die Option nehmen, die Inanspruchnahme und damit verbunden die Schaffung von Transparenz hinaus zu zögern, in der Hoffnung, später eventuell einen größeren Entlastungseffekt zu erzielen.

Eine Anmeldung der Inanspruchnahme nach Ablauf der 6-Monatsfrist ist nur in außergewöhnlichen und unvorhersehbaren Fällen möglich, für die die betroffene Bank nicht verantwortlich ist. Außerdem sollen in solch einem Fall die Programmbedingungen restriktiver ausgelegt werden, vor allem in Bezug auf die Gebühren.

Maximale Verlustbeteiligung der Banken ex ante

Ausnahme: ex post Verlustverteilung

Systemrelevante Todeskandidaten

Sechs-Monats-Fenster zur Anmeldung,...

...später wird es teurer

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

Im Hinblick auf den bestehenden Zeitdruck, und eine potenzielle Verschlechterung der Gesamtsituation wird auch die Möglichkeit eingeräumt, Banken in besonders schlechter Lage zur Teilnahme an ARPs zu zwingen.

Die Teilnahme an ARPs wird bedingt verknüpft an gewisse Verhaltensmaßregeln. So soll vor allem sichergestellt werden, dass freigesetztes Kapital auch tatsächlich zur Kreditvergabe verwendet und nicht etwa für Wachstumsstrategien etwa durch Akquisitionen eingesetzt wird. Weiterhin werden Restriktionen in Bezug auf Dividenden und die Vergütung des Managements vorgeschlagen.

Zulässige Assets

Dem Grundsatz nach soll innerhalb der EU ein einheitlicher und koordinierter Ansatz zur Identifikation von für ARPs zulässigen Assets verfolgt werden. Hierdurch sollen Wettbewerbsverzerrungen verhindert und vor allem für international tätige Banken („cross border banks“) der Anreiz genommen werden, Arbitrage zwischen nationalen ARPs zu betreiben.

Um EU-weit eine konsistente Identifikation zulässiger Assets zu erreichen, soll eine Kategorisierung dieser Assets – in Form sogenannter „baskets“ – vorgenommen werden, die den Grad der vorliegenden Impairments reflektieren. Hierdurch soll u.a. ein EU-weiter Vergleich der Risikoprofile von Banken erleichtert werden. Das in den EU Guidelines vorgeschlagene Raster, welches idealerweise noch weiter differenziert werden kann, stellt sich wie folgt dar, wobei grundsätzlich zwischen verbrieften und nicht verbrieften Krediten unterschieden wird:

Zwangs-"Hilfe"

Governance

Kein Entlassungs-Tourismus

Die guten ins Töpfchen...

1. Verbriefungen	Bilanz-Kategorie		Bewertung i.R.d. Programms			Weitere mögliche Verfeinerungskriterien		
			Marktwert	Ökonomischer Wert	Transfer-Wert			
RMBS	FVPL	AFS				geographisch		
CMBS						Seniorität d. Tranchen		
CDO						Ratings		
ABS						Bezug zu Subprime/Alt-A		
Corporate Debt						Fälligkeit		
Sonstige Kredite						Jahrgang, Abschreibungen		
Summe					S	S	S	

2. Nicht verbrieft Kredite	Bilanz-Kategorie		Bewertung i.R.d. Programms			Weitere mögliche Verfeinerungskriterien
			Marktwert	Ökonomischer Wert	Transfer-Wert	
Unternehmenskredit	HTM	L&R				geographisch; PD
Immobilienkredit						Besicherung; Fälligkeit;etc.
Sonstige Kredite						Abschreibungen
Summe			S	S	S	

Quelle: EU Kommission; Anm: FVPL = Fair Value through Profit & Loss, AFS = Available for Sale, HTM = Held to Maturity, L&R = Loans and Receivables; PD = Probability of Default

Positiv zu werten ist, dass die Asset-Kategorisierung bzw. –Identifikation nicht dogmatisch gesehen wird. Flexible Sonderregelungen werden für Mitgliedstaaten in Aussicht gestellt, deren Bankensektor zusätzlich mit nennenswerten nationalen Problemen konfrontiert ist, wie zum Beispiel dem (drohenden) Platzen einer Blase am heimischen Immobilienmarkt. Hier wäre zum Beispiel an Spanien und Irland zu denken. Als zusätzliche Option wird zur Berücksichtigung spezifischer Besonderheiten einzelner Mitgliedstaaten bzw. Banken vorgeschlagen, in bestimmtem Umfang auch Assets über ARPs zu erfassen, die grundsätzlich nicht den allgemeinen Zulässigkeitskriterien entsprechen. Als möglicher Umfang wird eine Bandbreite von zusätzlichen 10-20%, bezogen auf die Assets der Bank, die unter die allgemeinen Zulässigkeitskriterien fallen, genannt.

Undogmatische Kategorisierung

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

Auf der anderen Seite wird der Umfang der ARPs in Bezug auf potenziell akzeptable Assets jedoch auch ganz klar und restriktiv begrenzt. Assets, die aktuell nicht als „impaired“ zu betrachten sind, sollen nicht von ARPs abgedeckt werden. ARPs sollen nicht als zeitlich unbefristete Versicherung gegen mögliche zukünftige negative Konsequenzen der Rezession verstanden werden. Assets werden nur als zulässig anerkannt, wenn sie vor einem bestimmten, noch zu definierenden Stichtag vor Veröffentlichung eines ARP auf die Bilanz einer Bank genommen worden sind. Im Hinblick auf mögliche „Asset-Arbitrage“ wird erwogen, EU-weit einen einheitlichen spätesten Zugangsstichtag wie zum Beispiel den 31.12.2008 festzulegen. Hierdurch soll auch vermieden werden, die Fehler der Vergangenheit (leichtfertige Kreditvergabe und Moral Hazard, getrieben durch Originate to Distribute Geschäftsmodelle) zu wiederholen.

Restriktionen

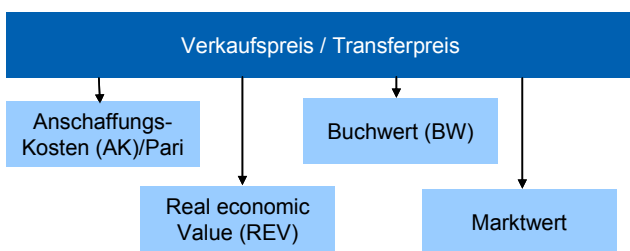
Bewertung zulässiger Assets und Vergütung von Entlastungsmaßnahmen

Bewertung („Valuation“)

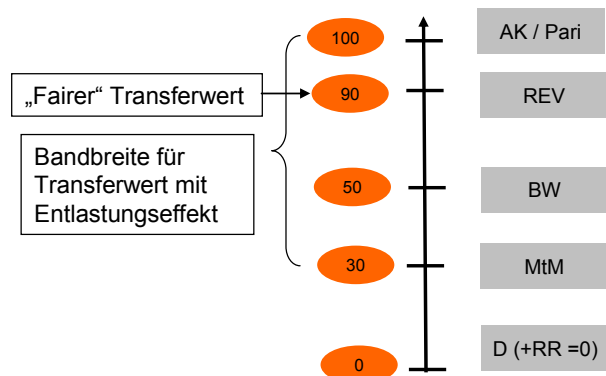
Die Bewertungsfrage stellt ganz klar das zentrale Problem, nicht nur der gesamten Finanzkrise, aber leider auch jeglicher Maßnahme zur Entlastung der Banken von „toxischen“ Assets, dar. Die Festlegung des Transfer- bzw. Verkaufspreises determiniert c.p. die Verteilung von Risiken und Chancen aus den transferierten Assets. Wird kein konsistenter Modus für die Bewertung gefunden, besteht die Gefahr von Wettbewerbsverzerrungen zwischen verschiedenen Ländern mit ARPs, aber auch zwischen Banken in einem Land, je nachdem ob sie am ARP Teil nehmen oder nicht. Um zeitnah und vollständig die Risikosituation bzw. den Hilfsbedarf der an ARPs partizipierenden Banken abschätzen zu können, sollen diese ihre Asset-Portfolios auf täglicher Basis nach noch festzulegenden Methoden und Verfahren bewerten, und regelmäßig an die Aufsichtsbehörden berichten.

Bewertung = Kasus Knaktus

Denkbare Verkaufspreise i.R.v. ARPs



Wertrelationen am Beispiel



Quelle: DZ BANK

Begrifflich verwenden die EU Guidelines drei Wertkonzeptionen: Marktwert („market value“), Transferwert („transfer value“) und langfristiger ökonomischer Wert („real economic value“). Der Marktwert unterliegt der bekannten Problematik, dass er für viele Credit Produkte derzeit nur schwierig zu bestimmen und kaum aussagekräftig ist. Würde man ARPs zu Marktwerten durchführen, würden so bei den Asset-abgebenden Banken drastische Verluste realisiert, die regelmäßig weitere Rekapitalisierungsmaßnahmen nach sich ziehen würden. Der Wert, zu dem die Assets von der Bank auf eine externe Instanz, z.B. Bad Bank übertragen werden - der Transferwert - sollte dementsprechend über dem Marktwert liegen, um – im Vergleich zu einem freihändigen Verkauf am Markt – überhaupt einen Entlas-

Drei Wertkonzeptionen

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

tungseffekt bei der Bank zu erzielen. Nach den EU Guidelines sollte der Transferwert dem langfristigen ökonomischen Wert der Assets entsprechen, wie er sich auf Basis bestimmter „realistischer“ Annahmen über Cash-Flows, Ausfallraten etc. errechnen würde. Ein einfaches Beispiel zu den Wertrelationen zeigt die Graphik oben rechts, mit einem „fairen“ Transferwert in Höhe des langfristigen ökonomischen Wertes von 90.

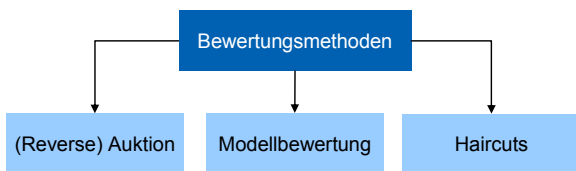
Als Ausnahme ist der Fall zu sehen, dass der Transferwert womöglich doch höher als der langfristige ökonomische Wert der Assets liegt, zum Beispiel um eine drohende technische Insolvenz einer Bank zu verhindern. Die Komponente der staatlichen Beihilfe hat in solchen Fällen ein höheres Gewicht und wird von der EU nur akzeptiert, wenn gleichzeitig weit reichende Restrukturierungsmaßnahmen durchgeführt werden und zum Beispiel durch Claw Back-Mechanismen die Voraussetzung dafür geschaffen wird, dass der Staat zu einem späteren Zeitpunkt seine Vorleistung zurück erhält.

Von der Wertkonzeption zu unterscheiden ist die anzuwendende Bewertungsmethode. Grundsätzlich werden hier mit modellbasierten Verfahren, Reverse Auction und einem Haircut-System drei Varianten aufgeführt. Reverse Auctions wurden ja bereits mit nur wenig Erfolg in den USA versucht. Sie eignen sich im Grunde genommen nur für homogene Produkte, für die sich ausreichend Auktionsteilnehmer finden, welche sich zumindest notdürftig an vorhandenen Marktpreisen orientieren können müssen. Diese Variante dürfte auch in Europa kaum praktikabel sein. Modellbasierte Bewertungen liefern formal die genauesten Ergebnisse und sind grundsätzlich auf alle Assets anwendbar. Es wird jedoch zu Recht darauf hingewiesen, dass der Modell Output letztlich vom Modell Input abhängig ist, und insofern eine sehr große subjektive Komponente enthält. Die dritte Variante der Haircuts wird bereits seit geraumer Zeit von Zentralbanken im Rahmen von Repo-Transaktionen angewendet. Sie hat den Vorteil, dass wohl am einfachsten eine flächendeckende Standardisierung zu erreichen und auch relativ einfach große Mengen an Assets zu bewerten wären. Es bleibt jedoch noch offen, auf welche Bezugsgröße die Abschläge vorgenommen werden (z.B. Buchwert, Marktwert, Modellwert). Zudem erscheint eine Anwendung auf sehr spezifische, komplexe Assets kaum praktikabel, da die Vorgehensweise insgesamt doch sehr unspezifisch ist. Letztlich ist davon auszugehen, dass verschiedene Verfahren parallel zum Einsatz kommen werden.

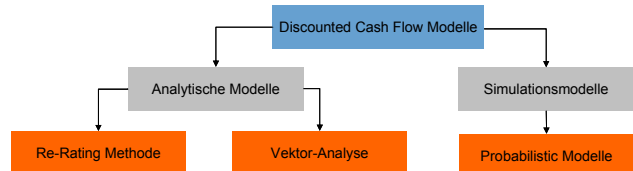
Hoher Preis hat seinen Preis

Drei Bewertungsmethoden

Bewertungsmethoden lt. EU-Guidelines



DCF Modellvarianten zur Bewertung von ABS-Strukturen



Quelle: DZ BANK

Eine Validierung und Abnahme der Modelle durch unabhängige Expertengremien ist vorgesehen. Zudem sollen die Modelle nicht nur einmal - vor Initiierung der ARPs - sondern vielmehr regelmäßig während der Laufzeit der ausgelagerten Assets auf ihre Tauglichkeit überprüft werden. Die EU Guidelines betonen, dass die Kalibrierung der Modelle auch sehr scharfen Stress-Szenarien wie einer lang anhaltenden weltweiten Rezession Genüge tun muss.

Keine "Schönwetter-Modelle"

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

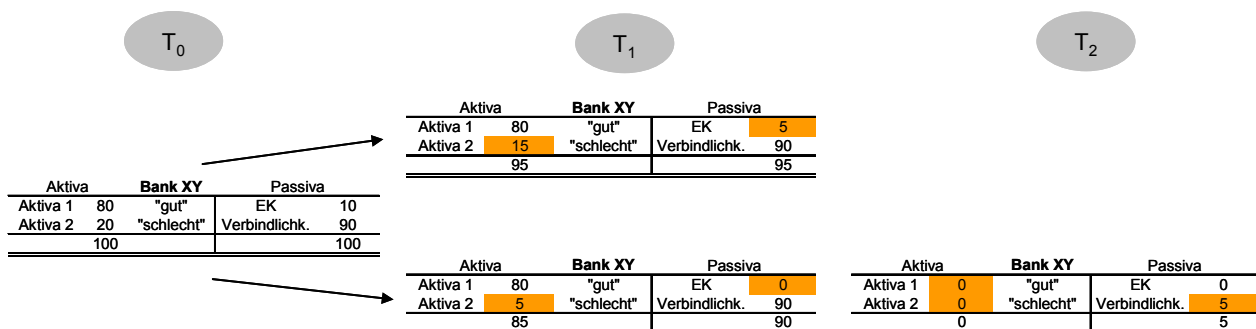
In Ausnahmesituationen, insbesondere bei sehr komplexen Bewertungsfällen, die womöglich auch noch in hoher Konzentration im Portfolio einer Bank enthalten sind, schlagen die EU Guidelines zwei „extreme“ alternative Ansätze vor. Zunächst wird an die Schaffung einer „Good Bank“ als Komplement zur vielzitierten Bad Bank gedacht. In diesem Falle würde der Staat nicht die „schlechten“, sondern die „guten“ Assets aufkaufen, um dann die Rest-Bank geordnet abzuwickeln. Ultima Ratio wäre letzten Endes die Verstaatlichung einer kompletten Bank, mit dem Ziel, diese zu restrukturieren oder geordnet abzuwickeln und so die Bewertung über einen längeren Zeitraum und mit weniger Druck durchzuführen.

Ultima Ratio: Good Bank statt Bad Bank oder aber Staats-Bank

In diesem Zusammenhang skizzieren die EU Guidelines folgende „Bewertungsvariante mit Verzögerungseffekt“: das Entgelt für die übernommenen Assets wird, ähnlich wie bei der in Deutschland von Axel Weber ins Spiel gebrachten „Bad Bank Light“ nicht in Cash gezahlt, sondern in Höhe des Nominalwerts in Form von Staatsanleihen. Zusätzlich zu den Assets erhält der Staat Aktien-Optionsscheine („contingent warrants“) auf das Kapital der jeweiligen Bank, deren Wert abhängig ist vom späteren Verkaufspreis der übernommenen Assets. Mit anderen Worten determiniert der später erzielte Verkaufspreis der „toxischen Assets“ den Kurs, zu dem der Staat Eigenkapitalanteile der betroffenen Bank erwerben kann. Nachfolgend stellen wir die Wirkungsweise dieses „Contingent Warrant-Modells“ an Hand eines Zahlenbeispiels vor.²

Einsatz von Contingent Warrants zur "Bewertung mit Verzögerung"

Fatale Konsequenzen „falscher“ Wertfestlegung beim Verkauf von Impaired Assets (Ausgangssituation)



Quelle: DZ BANK

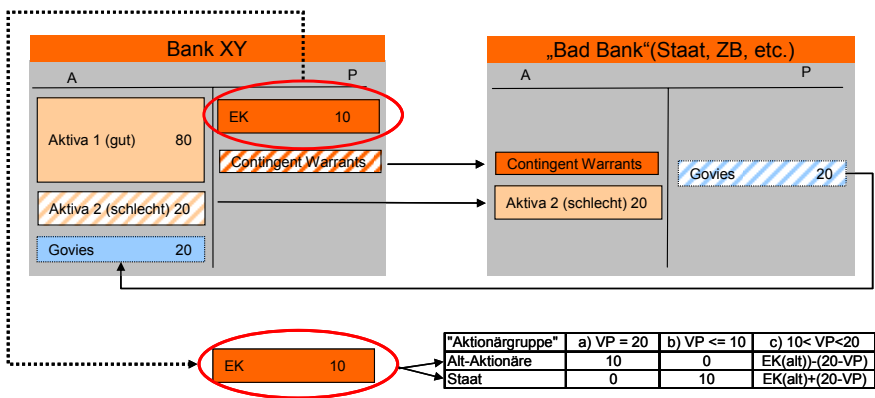
In der Ausgangssituation hat die Bank XY „schlechte“ Assets im Nominalvolumen von 20 auf der Bilanz und ein Eigenkapital von 10. Ein „fairer“ bzw. „wahrer“ Wert für die schlechten Assets von weniger als 20 hat verschiedene negative Konsequenzen in abgestufter Form. Unterstellt man einen fairen Wert von 15 für die schlechten Assets, müssen entsprechend Abschreibungen in Höhe von 5 auf die Position Aktiva 2 vorgenommen werden und das Eigenkapital reduziert sich, aber auch den potenziellen Kreditvergabespielraum der Bank entsprechend. Liegt der wahre Wert der schlechten Aktiva bei 5, zehrt die erforderliche Abschreibung das Eigenkapital der Bank vollständig auf, sie wird insolvent und der Liquidationserlös reicht nicht aus, um die Verbindlichkeiten in voller Höhe zu begleichen.

Beispiel

² Vgl. J. Sachs, FT vom 5. Februar 2009 „A strategy of contingent nationalisation“

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

Einsatz von Contingent Warrants i.R.v. ARPs und EK-Verschiebungen



Quelle: DZ BANK

Werden die schlechten Assets zu einem Preis verkauft, der dem Nominalwert entspricht, entsteht hieraus für den Staat kein Verlust und die „Aktionärsstruktur“ der Bank XY verändert sich nicht. Liegt der Verkaufspreis bei bzw. unterhalb von 10, ist das EK der Bank vollständig aufgezehrt, Insolvenz liegt vor und sie geht faktisch vollständig in Staatseigentum über. Liegt der Verkaufspreis über 10 und unter 20 erhält der Staat als Verlustausgleich durch Ausübung der Warrants Aktien der Bank im Umfang von 20 abzüglich des Verkaufspreises, also zum Beispiel bei einem Verkaufspreis von 12 Aktien in der Höhe von 8. Umgekehrt vermindert sich die Beteiligung der Alt-Aktionäre um eben diesen Betrag, im Beispiel von 10 auf 2. Durch diesen Mechanismus wird einerseits die Bank nicht zusätzlich unter Druck gesetzt, indem realisierte Verluste die Eigenkapitalbasis mindern und andererseits übernimmt der Staat keine Verluste aus den schlechten Assets, ohne einen Gegenwert dafür zu erhalten.

Vergütung („Pricing“)

Als Grundregel formulieren die EU Guidelines, dass die Vergütung von Seiten der am ARP partizipierenden Bank an den Staat neben dem Entgelt für die Liquiditätsbereitstellung, nur im Falle des Asset-Verkaufs mit „Barzahlung“, vor allem auch eine Risikoprämie enthalten muss. Unterstellt man einen Transfer zum langfristigen ökonomischen Wert, liegt das Risiko schlicht in dessen fehlerhafter Berechnung, bzw. mit anderen Worten in einer Unterschätzung zukünftig eintretender Verluste. Liegt der Transferwert in Ausnahmefällen über dem langfristigen ökonomischen Wert, resultiert hieraus unmittelbar ein zusätzliches Risiko für den Staat.

Im Falle eines Kauf-Modells könnte die Vergütung über einen Kaufpreisabschlag und im Falle eines Versicherungs-Modells über die Versicherungsprämie gesteuert werden. Als denkbare zusätzliches Instrument zur Steuerung der Vergütung werden Aktien-Optionsscheine mit Bezug zum Eigenkapital der Banken angeführt, welche im Zuge einer ARP-Maßnahme auf den Staat übertragen würden. Wieder ist zu unterscheiden zwischen Kauf- und Versicherungsmodell. Werden im Falle des Kauf-Modells die Assets vom Staat „erfolgreich“ am Markt platziert bzw. haben sie ihre Ziel-Rendite erreicht, müssen die Optionsscheine wieder an die Bank zurückgegeben werden. Wird die Ziel-Rendite durch den Staat nicht erreicht, muss die Bank die Differenz in Cash ausgleichen. Leistet sie die Zahlung nicht, verkauft der Staat die Optionsscheine am Markt. Für das Versicherungsmodell wird ein Konstrukt vorgeschlagen, bei dem die Bank die Garantie-Gebühr mittels eigener Aktien bezahlt, die mit einer fixen Dividende ausgestattet sind, welche so kalkuliert ist, dass sie

Beispiel - Fortsetzung

Risikoprämie

Ausgestaltungsformen

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

kumuliert der Ziel-Rendite des Staates aus der Versicherung der Assets entspricht. Muss die Garantie im Ernstfall tatsächlich gezogen werden, könnte der Staat über die Aktien-Optionsscheine im Umfang der Garantie-Inanspruchnahme Anteile der Bank beziehen.

Asset Management

Nur am Rande, in einem einzigen Satz, erwähnen die EU Guidelines eine wichtige organisatorische Bedingung, die mit der Inanspruchnahme von ARP-Maßnahmen verknüpft ist. Unabhängig vom Modell (Kauf, Versicherung, Hybrid) wird betont, dass Interessenkonflikte vermieden werden müssen und deshalb eine klare funktionale und organisatorische Trennung zwischen den vom ARP erfassten Impaired Assets und der restlichen Bank geschaffen werden muss, wobei insbesondere auf das jeweils zuständige Personal und Management hingewiesen wird. Geht man also davon aus, dass auch im Falle des Asset-Verkaufs, die Portfolio-Administration aus Praktikabilitäts- und Ressourcengründen weiter bei der abgebenden Bank verbleibt, wären Aufbau- und Ablauforganisation entsprechend zu trennen, was sich beim Personal in einer Unterscheidung zwischen „Good Guys“ und „Bad Guys“ niederschlagen müsste, die im Tagesgeschäft unabhängig voneinander operieren.

Good Guys und Bad Guys

Impressum

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Dr. Thomas Duhnkrack, Lars Hille, Wolfgang Köhler, 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 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 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	15.01.2009	Underperformer	KINGDOM OF SPAIN	03.04.2008	Underperformer
ACHMEA HYPOTHEEK BANK NV	15.01.2009	Underperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	03.04.2008	Marketperformer
ALLIANCE & LEICESTER PLC	15.01.2009	Marketperformer	KONINKLIJKE AHOLD NV	19.11.2008	Marketperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	15.01.2009	Underperformer	KONINKLIJKE AHOLD NV	01.09.2008	Underperformer
ANGLO IRISH BANK CORP	15.01.2009	Underperformer	LAFARGE	21.01.2009	Underperformer
ARCELOR MITTAL	11.02.2009	Underperformer	LAFARGE	07.11.2008	Marketperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	15.01.2009	Marketperformer	LB BADEN-WUERTEMBERG	15.01.2009	Underperformer
BANCO ESPIRITO SANTO	15.01.2009	Marketperformer	LEASEPLAN CORPORATION NV	15.01.2009	Underperformer
BANCO POPULAR ESPANOL	15.01.2009	Underperformer	LINDE AG	15.05.2008	Underperformer
BANCO SANTANDER SA	15.01.2009	Marketperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	02.03.2009	Underperformer
BANK OF AMERICA CORP	15.01.2009	Underperformer	LVMH MOET-HENNESSY	10.02.2009	Underperformer
BASF AG	31.10.2008	Underperformer	MEDIOBANCA SPA	15.01.2009	Marketperformer
BASF AG	17.07.2008	Marketperformer	MEDIOBANCA SPA	10.12.2008	Underperformer
BAYERISCHE LANDESBANK	15.01.2009	Marketperformer	MEDIOBANCA SPA	17.07.2008	Marketperformer
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	18.09.2008	Marketperformer	MERCK KGAA	18.02.2009	Underperformer
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	15.03.2008	Outperformer	MERRILL LYNCH & CO	15.01.2009	Underperformer
BERLIN-HANNOVER HYPBK AG	15.01.2009	Marketperformer	MORGAN STANLEY	15.01.2009	Marketperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	19.02.2009	Underperformer	NATIONWIDE BLDG SOCIETY	15.01.2009	Marketperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	09.12.2008	Marketperformer	OTP BANK PLC	15.01.2009	Underperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	18.09.2008	Underperformer	PEUGEOT SA	27.10.2008	Underperformer
CAISSE CENTRALE DES JARDINS DU QUEBEC	15.01.2009	Underperformer	PEUGEOT SA	18.09.2008	Marketperformer
		Outperformer	POHJOLA BANK PLC	15.01.2009	Outperformer
CAISSE CENTRALE DU CREDIT IMMOBILIER DE FRANCE	15.01.2009	Marketperformer	POHJOLA BANK PLC	17.07.2008	Marketperformer
		Marketperformer	PORSCHE AG	07.01.2009	Marketperformer
CAIXA ECONOMICA MONTEPIO GERAL	15.01.2009	Underperformer	PORSCHE AG	27.10.2008	Underperformer
CARREFOUR SA	18.11.2008	Underperformer	PORSCHE AG	13.03.2008	Marketperformer
CASINO GUICHARD PERRACHON SA	15.10.2008	Marketperformer	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	18.02.2009	Marketperformer
CASINO GUICHARD PERRACHON SA	29.08.2008	Outperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	06.11.2008	Marketperformer
CASINO GUICHARD PERRACHON SA	13.03.2008	Marketperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	15.01.2009	Underperformer
CIE FINANCIERE DU CRED	15.01.2009	Marketperformer	REPSOL YPF SA	17.11.2008	Underperformer
COMMERZBANK AG	16.01.2009	Marketperformer	REPSOL YPF SA	17.07.2008	Outperformer
CONTINENTAL AG	10.02.2009	Underperformer	REPSOL YPF SA	13.03.2008	Marketperformer
CONTINENTAL AG	19.01.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	06.11.2008	Underperformer
CONTINENTAL AG	10.11.2008	Underperformer	REPUBLIC OF BULGARIA	26.11.2008	Underperformer
CONTINENTAL AG	17.07.2008	Marketperformer	REPUBLIC OF FINLAND	06.11.2008	Marketperformer
CREDIT AGRICOLE SA	16.01.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF HUNGARY	15.10.2008	Underperformer
CREDIT SUISSE	16.01.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF IRELAND	06.11.2008	Marketperformer
CZECH REPUBLIC	29.04.2008	Outperformer	REPUBLIC OF KAZAKHSTAN	30.06.2008	Underperformer
DAIMLER AG	27.10.2008	Marketperformer	REPUBLIC OF KAZAKHSTAN	29.04.2008	Marketperformer
DAIMLER AG	18.09.2008	Outperformer	REPUBLIC OF SLOVENIA	06.11.2008	Marketperformer
DAIMLER AG	13.03.2008	Marketperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	26.11.2008	Underperformer
DEPFA BANK PLC	15.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF TURKEY	04.08.2008	Outperformer
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	15.01.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF TURKEY	29.04.2008	Underperformer
DNB NORBANK ASA	15.01.2009	Outperformer	ROBERT BOSCH GMBH	15.09.2008	Marketperformer
DUESSELDORFER HYPOBANK	15.01.2009	Underperformer	RWE AG	13.11.2008	Outperformer
EBS BUILDING SOCIETY	15.01.2009	Underperformer	SCANIA AB	13.03.2008	Marketperformer
ELECTRICITE DE FRANCE	22.01.2009	Outperformer	SLOVAK REPUBLIC	21.07.2008	Marketperformer
ELECTRICITE DE FRANCE	14.01.2009	Marketperformer	SNS BANK NEDERLAND	15.01.2009	Marketperformer
ELECTRICITE DE FRANCE	19.11.2008	Marketperformer	TELECOM ITALIA SPA	06.11.2008	Underperformer
ELECTRICITE DE FRANCE	19.06.2008	Underperformer	TELEFONICA S.A.	17.07.2008	Outperformer
ELECTRICITE DE FRANCE	13.03.2008	Marketperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	19.11.2008	Outperformer
ENDESA S.A.	22.01.2009	Underperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	15.05.2008	Marketperformer
ENDESA S.A.	18.12.2008	Marketperformer	TELIASONERA AB	10.10.2008	Marketperformer
ENEL-SOCIETA PER AZIONI	22.01.2009	Underperformer	TELIASONERA AB	17.07.2008	Outperformer
ENEL-SOCIETA PER AZIONI	12.11.2008	Marketperformer	TESCO PLC	21.08.2008	Marketperformer
ERSTE GROUP BANK AG	15.01.2009	Underperformer	THYSSENKRUPP AG	13.02.2009	Underperformer
EUROHYPO AG	15.01.2009	Marketperformer	TUI AG	19.06.2008	Marketperformer
EWE AG	13.03.2008	Marketperformer	TUI AG	17.04.2008	Outperformer
FEDERAL REP OF GERMANY	06.11.2008	Outperformer	TUI AG	13.03.2008	Marketperformer
FRANCE TELECOM	18.04.2008	Marketperformer	UBS AG	22.01.2009	Marketperformer
FRENCH REPUBLIC	06.11.2008	Outperformer	UBS AG	21.01.2009	Underperformer
FRESENIUS SE	08.07.2008	Underperformer	UBS AG/FRANKFURT	16.01.2009	Marketperformer
GDF SUEZ	18.09.2008	Outperformer	UKRAINE	30.06.2008	Underperformer
GOLDMAN SACHS GROUP INC	15.01.2009	Marketperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	10.12.2008	Underperformer
HELLENIC REPUBLIC	06.11.2008	Marketperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	17.07.2008	Marketperformer
HENKEL KGAA	14.11.2008	Underperformer	UNITED MEXICAN STATES	26.11.2008	Outperformer
HSH NORDBANK AG	15.01.2009	Underperformer	VATTENFALL AB	24.02.2009	Outperformer
HYPO REAL ESTATE HLDG AG	15.01.2009	Underperformer	VATTENFALL AB	15.10.2008	Marketperformer
IBERDROLA	19.06.2008	Outperformer	VATTENFALL AB	17.07.2008	Underperformer
IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG	15.01.2009	Marketperformer	VATTENFALL AB	15.05.2008	Marketperformer
IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	27.11.2008	Marketperformer	VATTENFALL AB	13.03.2008	Outperformer
IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	19.06.2008	Outperformer	VOLKSWAGEN AG	27.10.2008	Marketperformer
INTESA SANPAOLO SPA	17.07.2008	Marketperformer	VOLKSWAGEN AG	21.08.2008	Outperformer
JPMORGAN CHASE & CO	15.01.2009	Underperformer	VOLKSWAGEN AG	13.03.2008	Marketperformer
KINGDOM OF BELGIUM	06.11.2008	Marketperformer			

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 galten, 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-amerikanische 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 Prospektspflicht 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, Wirtschaftsfrage, 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 West- und Südeuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 28 39	Marco Kubatzki
	Gruppenleiter Nordeuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
Sales Italien	Gruppenleiter Zentralbanken	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 99 39 9	Pavel Jansta
	Abteilungsleiter	+ 39 – 200 – 62 17 – 17	Niccolo Ravano
Sales Emerging Markets	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
	Gruppenleiter Zentral- und Osteuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 16 18	Nikos Papailiou
Sales Asien	Abteilungsleiter	+ 65 – 65 80 – 16 28	Mahmood Jumabhoy
	Gruppenleiter Nord- und Südasiens	+ 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