

ABS & Structured Credits

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Toxische Assets - von der Kreditblase zum Verlustballon?

- Es vergeht kaum ein Tag, an dem in den Medien nicht über „Giftmüll“ bzw. „toxic assets“ berichtet wird, die sich in Atem beraubenden Dimensionen in den Bilanzen der Banken befinden sollen, gigantische Verluste hervorrufen werden und via „bad banks“ für Staat und Steuerzahler eine Herkulesaufgabe darstellen. Doch was ist dran an diesen Zahlen, ist es wirklich so übel oder sogar noch viel schlimmer?
- Angesichts des Wirrwarrs, was unter giftigen Aktiva zu verstehen ist, legen wir zunächst eine Arbeitsdefinition fest. Wir wenden „toxisch“ auf Finanzinstrumente an, bei denen überdurchschnittlich hohe Verluste auf Ebene des Produktes, in das letztlich investiert wurde, also z.B. eine ABS- oder Bankanleihe, realisiert wurden bzw. der zukünftige Eintritt mit einiger Wahrscheinlichkeit anzunehmen ist – ohne dass diese Verluste selbst in gestressten Marktsituationen absehbar gewesen wären. Damit grenzen wir toxische Assets von Instrumenten ab, bei denen höhere Verluste bei einer ex-ante Betrachtung im Rahmen des Möglichen liegen und somit die Verlusttragfähigkeit darauf ausgerichtet wurde. Insofern sind toxische Assets auch nur ex-post zu identifizieren.
- Als Mengengerüst greifen wir auf den aktuellen „Global Financial Stability Report“ zurück, der am 21. April vom IWF veröffentlicht wurde. Darin werden die „Write-downs“ für USA, Europa und Japan für den Zeitraum 2007 bis 2010 mit 4.054 Mrd. USD geschätzt. Dieser kaum vorstellbare Geldbetrag entspricht etwa der Summe des deutschen und niederländischen Bruttoinlandsprodukts eines Jahres. Doch wie seriös sind solche Prognosen und auf welchen Annahmen beruhen sie?
- Am Beispiel von Corporate Bonds und ABS zeigen wir eine exemplarische Alternativrechnung. Im Gegensatz zum IWF, der die ausgeweiteten Spreads als Verlustindikator heranzieht, greifen wir auf historische Ausfall- und Verlustdaten zurück. Während wir bei Corporate Bonds zu ähnlichen Größenordnungen gelangen, fällt unsere Verlustschätzung für ABS, mit rund 200 Mrd. USD gegenüber 1.553 Mrd. USD des IWF deutlich günstiger aus.
- Die Bandbreite möglicher Ergebnisse relativiert das „Drohpotenzial“ allzu dramatischer Verlustschätzungen erheblich. Zum Teil sind aber in Ermangelung differenzierter historischer Daten keine belastbaren Detailprognosen möglich. Ferner ist festzuhalten, dass aus Marktspreeds abgeleitete „implizite Verlustraten“ in Anbetracht einer nicht funktionierenden Preisfindung keine tragfähige Basis für die Schätzung des Verlustpotenzials darstellen.

Anleihen

Flash
29.4.2009

Inhalt

Ausmaß und Bedeutung giftiger Assets	2
Verlustquellen im Überblick	4
Performance ausgewählter Assetklassen	6
Fazit	11
Impressum	12

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

Ausmaß und Bedeutung giftiger Assets

Begriff und „Qualität“ des Giftmülls

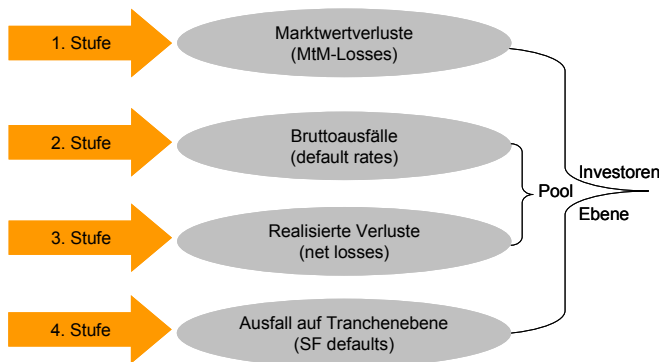
Es gibt keine allgemeingültige Definition für den Begriff „toxische Assets“ gefunden. So werden beispielsweise nach der Definition des „Troubled Assets Relief Program (TARP)“ zunächst explizit RMBS, CMBS sowie alle anderen mit diesbezüglichen Hypotheken in Zusammenhang stehenden Wertpapiere gefasst¹. In der Tagespresse werden vielfach strukturierte Credit Produkte mit Subprime RMBS gleichgesetzt und in der Folge insgesamt als „Schrottpapiere“ klassifiziert. Dies dürfte nach unserer Einschätzung auch der Grund dafür sein, dass in den Köpfen zahlreicher Marktbeobachter und weniger informierter Teilnehmern unter „toxischen Papieren“, „bad assets“ oder ähnlichen Begriffskategorien auch heute noch vornehmlich bis ausschließlich verbriefte Wertpapiere verstanden werden. Da es keine Legaldefinition von „toxischen Assets“ gibt, wird im Rahmen der aktuellen Diskussion – auch um eine Bad Bank – alles mögliche in diesen Begriff hineininterpretiert. Wie wir in diesem Flash unter anderem zeigen werden, stammt ein Großteil der vermeintlich „toxischen Papieren“, gerade in der jüngeren Vergangenheit aus anderen Assetklassen als dem Structured Finance (SF) Bereich.

Keine allgemeingültige "toxic waste" Definition

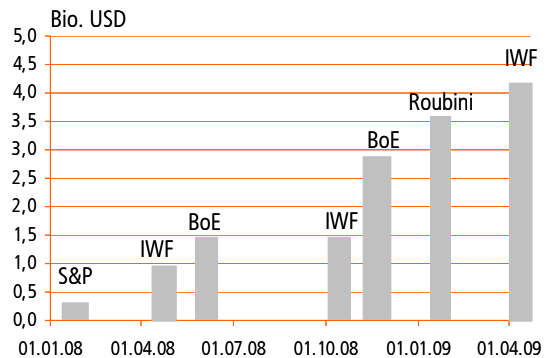
Hinsichtlich der Qualität der Vergiftung eines Finanzinstruments halten wir die vielfach nicht vorgenommene Differenzierung des „Verlustbegriffes“ für unbedingt erforderlich. Teilweise rührt die Ungenauigkeit auch auf der Übersetzungsproblematik vom Englischen ins Deutsche. Folgende vier Verlustkategorien sind zum Beispiel in Bezug auf strukturierte Credit Produkte hinsichtlich ihrer Tragweite zu unterscheiden (siehe auch die nachfolgende Abbildung links):

Verlustbegriff(e)

Vier verschiedene Verlustkategorien strukturierter Credit Produkte



Entwicklung der Verlustprognosen im Kontext der internationalen Finanzkrise



Quelle: DZ BANK

¹ Nach dem TARP zu Grunde liegenden „Emergency Economic Stabilization Act“ können jedoch auch jegliche andere (nicht näher genannte) Finanzinstrumente vom Finanzministerium in Abstimmung mit der US-Notenbank als „troubled assets“ deklariert werden, sofern dies für die Stabilisierung der Finanzmärkte für erforderlich gehalten wird. Entsprechend der weitläufigen Definition wurden die TARP-Mittel im Zuge der Ausnutzung des Programms auch für völlig unterschiedliche Wertpapierkategorien und auf unterschiedlichen Marktsegmenten in verschiedenster Weise eingesetzt.

Marktwertverluste („mark-to-market losses“) oder auch Abschreibungen auf Wertpapiere im Handelsbestand oder im Anlagebuch entstehen durch Kursverluste an den betreffenden Wertpapiermärkten (Stufe 1). Hierbei wirken sich auch die aktuellen Bestimmungen zum Fair value Accounting, das zugrunde gelegte Rechnungslegungssystem und die Anlageintention des Investors bei Erwerb aus. Die Bruttoausfälle, gemessen als „default rates“ oder auch Abschreibungen auf Forderungen („write downs“) errechnen sich auf Basis der Ausfälle in den zugrunde liegenden Kreditportfolios (Stufe 2). Zieht man von diesen die Verwertungserlöse aus Sicherheiten nach Kosten („recoveries“) ab, ergeben sich die Nettoausfälle/Verluste („net realized losses“) der Stufe 3. Als letzte Stufe 4 ergeben sich die Verluste auf Tranchen-Ebene der verbrieften Transaktion(en). Zunächst greift jedoch in umgekehrter Reihenfolge ihrer Seniorität das in die Strukturen eingebettete Credit Enhancement, zum Beispiel Excess Spread, Reservekonten, Erstverlusttranchen („first loss pieces“), et cetera bevor auch nur ein Junior- und oder auch der Mezzanine-Investor einen Verlust erleidet. Während Verluste der Stufe 1 und 4 auf Investorenebene schlagend werden, fallen die Verluste der Stufen 2 und 3 „nur“ innerhalb der Kreditportfolien verbriefter Strukturen an. Aus den Schätzungen der Marktwertverluste (Stufe 1) lässt sich aber nicht 1:1 auf Verluste innerhalb der Kreditportfolien wegen schlechter Poolperformance und schon gar nicht auf Verluste auf Tranchen-Ebene (Stufe 4) zurückschließen. Dies wäre allenfalls in „perfekten“, das heißt hochliquiden und informationseffizienten Märkten möglich.

Dimension des Verlustpotenzials

Nach Ausbruch der „US Subprime Krise“ Mitte 2007 waren die Verlustschätzungen anfangs noch vergleichsweise moderat, da sie sich zunächst nur auf das einzelne Marktsegment und geografisch auf die USA fokussierten. So schätzte S&P Ende Januar 2008 „die Verluste bei Banken und anderen Finanzhäusern aus der Kreditmarktkrise könnten auf mehr als 265 Mrd. USD steigen“. Im Zuge der Ausweitung und Verschärfung zur globalen Finanzkrise haben sich auch die Verlustprognosen sukzessive deutlich erhöht. Die Unsicherheit über Verlustrisiken aus Subprime RMBS, die Kursverluste aufgrund der Abwicklung von Investment Vehikeln, fallende Immobilienpreise in den USA und die Liquiditätsklemme an den Finanzmärkten haben die Krise weltweit auf Banken, andere (ABS) Assetklassen und schließlich auf die Realwirtschaft ausgeweitet. Steigende Arbeitslosigkeit und sinkende Nachfrage lassen die Ausfallraten von Darlehen und Anleihen stark steigen.

Die aktuellste und damit zugleich höchste Verlustprognose von internationaler Bedeutung ist die des Internationalen Währungsfonds vom April diesen Jahres in Höhe von rund 4,1 Bio. USD. Im „Globalen Finanzstabilitätsbericht“ werden vom IWF erstmals die erwarteten Verluste aus Buchkrediten und Wertpapieren nicht nur für die USA, sondern weltweit erfasst. Die zum Bericht vom Oktober 2008 korrespondierende Verlustprognose nur für die USA betrug im Oktober 2008 rund 1,4 Bio. USD und liegt aktuell bei etwa 2,7 Bio. USD (+93%). Die übrigen Verluste in Höhe von circa 1,4 Bio. USD entfallen demnach auf die Erweiterung der Statistik um Japan und Europa. Diese hohen Zahlen wirken zunächst erdrückend, sind jedoch methodisch stark zu hinterfragen, was wir nachfolgend auch tun. Hierdurch relativiert sich das Volumen und Drohpotenzial „toxischer Assets“ erheblich.

Vier verschiedene Verlustkategorien zu unterscheiden

Stetige Anhebung der Verlustprognosen im Zuge der Krisenausweitung

IWF erstmals mit konsolidierter globaler Verlustprognose

Verlustquellen im Überblick

Größenordnung und Struktur bedeutender Credit Märkte

Nachfolgend analysieren wir auf Basis der ausstehenden Volumina sowie der vom IWF prognostizierten Verlusterwartungen die „Toxizität“ einzelner Assetklassen und zeigen Unterschiede und Gemeinsamkeiten in den Strukturen der weltweiten Kredit- und Wertpapiermärkte auf.

Analyse auf IWF-Datenbasis

Ergebnisse der Verlustprognose des IWF für den Zeitraum 2007 bis 2010

		Mrd. USD	Verlustschätzung 2007 bis 2010				Verlustverteilung auf Sektoren			
		Assetkategorie	Volumen	Okt. 2008	Apr. 2009	Veränderung	Verlustrate	Banken	Versicherungen	Sonstige
USA	Darlehen	Residential mortgage	5.117	170	431	154%	8,4%	206	22	204
		Commercial mortgage	1.913	90	187	108%	9,8%	116	9	62
		Consumer	1.914	45	272	504%	14,2%	169	14	89
		Corporate	1.895	120	98	-18%	5,2%	61	5	32
		Municipal	2.669	n/a	80	n/a	3,0%	50	4	26
		Gesamt Darlehen	13.507	425	1.068	151%	7,9%	601	53	414
	Wertpapiere	Residential mortgage	6.940	580	990	71%	14,3%	604	99	287
		Commercial mortgage	640	160	223	39%	34,8%	136	22	65
		Consumer	677	n/a	96	n/a	14,2%	59	10	28
		Corporate	4.790	240	335	40%	7,0%	204	33	97
Gesamt Wertpapiere		13.047	980	1.644	68%	12,6%	1.002	164	477	
Gesamt USA		26.554	1.405	2712	93%	10,2%	1.604	218	890	
Europa	Darlehen	Residential mortgage	4.632	n/a	192	n/a	4,1%	119	10	63
		Commercial mortgage	2.137	n/a	105	n/a	4,9%	65	5	34
		Consumer	2.467	n/a	175	n/a	7,1%	109	9	58
		Corporate	11.523	n/a	416	n/a	3,6%	258	21	137
		Gesamt Darlehen	20.759	n/a	888	n/a	4,3%	551	44	292
	Wertpapiere	Residential mortgage	1.390	n/a	195	n/a	14,0%	119	19	56
		Commercial mortgage	181	n/a	31	n/a	17,4%	19	3	9
		Consumer	250	n/a	18	n/a	7,1%	11	2	5
		Corporate	1.227	n/a	61	n/a	5,0%	37	6	18
		Gesamt Wertpapiere	3.048	n/a	305	n/a	10,0%	186	31	89
Gesamt Europa		23.807	n/a	1.193	n/a	5,0%	737	75	381	
Japan	Darlehen	6.569	n/a	131	n/a	2,0%	118	7	7	
	Wertpapiere	789	n/a	17	n/a	2,2%	11	2	5	
	Gesamt Japan	7.358	n/a	149	n/a	2,0%	129	8	12	
Global	Darlehen	40.835	n/a	2.087	n/a	5,1%	1.271	104	712	
	Wertpapiere	16.884	n/a	1.966	n/a	11,6%	1.199	197	570	
	Gesamt	57.719	n/a	4.054	n/a	7,0%	2.470	301	1.283	

Quelle: IWF

Die USA stellen mit insgesamt über 26,5 Bio. USD den größten nationalen Markt für Buchkredite und Schuldverschreibungen dar. Dabei teilt sich das ausstehende Gesamtvolumen etwa hälftig auf beide Kategorien auf. Hingegen dominieren bezüglich der insgesamt erwarteten US-Verluste von rund 2,7 Bio. USD mit über 1,6 Bio. USD die prognostizierten Verluste aus Wertpapieren gegenüber den knapp 1,1 Bio. USD aus Buchkrediten deutlich. Die größere Zunahme im Vergleich zum Bericht vom Oktober 2008 liegt mit 151% eindeutig bei den Buchkrediten, im Vergleich zu „nur“ 68% Zuwachs bei den Wertpapieren. Hierfür ist insbesondere die deutlich erhöhte Verlusterwartung für Konsumentenkredite ausschlaggebend (+504%). Im Wertpapierbereich ist der Anstieg der Verlusterwartung für RMBS auf nunmehr fast 1 Bio. USD (+71%) Haupttreiber der Entwicklung. Dies dürfte insbesondere auf die erhöhten Verlustschätzungen für Subprime RMBS zurückzuführen sein, womit nach unserer Einschätzung dieses Thema jedoch nun weitgehend „abgearbeitet“ sein sollte.

US-Markt

Europa (inklusive Großbritannien) erreicht auf aggregierter Basis mit insgesamt 23,8 Bio. USD ein in etwa den USA vergleichbares Marktvolumen. Allerdings ist die Marktstruktur in

EU-Märkte

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

Europa deutlich verschieden von der des US-Marktes. Der europäische Markt setzt sich nicht nur aus einer Vielzahl nationaler Einzelmärkte zusammen, sondern unterscheidet sich auch hinsichtlich der Gewichtung von Buchkrediten zu Schuldverschreibungen von den USA. Letztere erreichen mit insgesamt rund 3 Bio. USD nur etwa ein Siebtel des Volumens der Buchkredite von 20,8 Bio. USD. Dies ist vor allem auf die Dominanz der Unternehmenskredite zurückzuführen, welche mit über 11,5 Bio. USD mehr als die Hälfte aller Buchkredite ausmachen. Hier zeigen sich die kulturell und historisch bedingten Unterschiede im Finanzierungsverhalten der Unternehmen deutlich, wonach der Kapitalmarktfinanzierung in Europa eine deutlich geringere Bedeutung zukommt als in den USA. Aufgrund der Größenrelation ist es nicht verwunderlich, dass mit rund 900 Mrd. USD etwa drei Viertel der europäischen Verlusterwartungen auf das Buchkreditgeschäft entfallen. Demgegenüber stellen die prognostizierten Wertpapierverluste von 305 Mrd. USD nur etwa ein Viertel der europäischen Gesamtverluste, wovon etwa zwei Drittel (195 Mrd. USD) aus dem RMBS-Segment stammen.

Im Vergleich zwischen Europa und den USA fällt auf, dass die europäischen Verlustraten für Buchkredite nur etwa die Hälfte ihrer jeweiligen US-Pendants betragen. Nachrichtlich konstatiert der IWF hier allerdings eine Zeitverzögerung von etwa 6 Monaten. Ferner zeigen sich die europäischen Ausfallraten relativ homogener über die verschiedenen Kreditarten verteilt. Die Verlusterwartungen für Wertpapiere liegen für Europa grundsätzlich unter dem US-Niveau. Während sie für RMBS mit um die 14 Prozent jedoch relativ vergleichbar sind, fallen sie für CMBS mit 17,1% in Europa zu 34,8% in den USA deutlich auseinander. Allerdings erreicht der europäische Wertpapiermarkt mit einem Volumen von rund 3 Bio. USD weniger als ein Viertel seines amerikanischen Pendants mit etwa 13 Bio. USD. Vergleichbare Untersuchungen der Ratingagenturen und des „European Securitisation Forum“ (ESF) kommen bezüglich der Größenrelation der Verbriefungsmärkte zu ähnlichen Ergebnissen, zeigen jedoch für Europa eine deutlich höhere durchschnittliche Bonitätseinstufung als für die USA.

Bei globaler Betrachtung zeigt sich, dass die zu erwartenden Verluste aus dem Buchkreditgeschäft mit rund 2,1 Bio. USD inzwischen das erwartete Verlustausmaß bei Wertpapieren von 2,0 Bio. USD übertreffen. Dies liegt vor allem daran, dass in Europa die erwarteten Verluste aus Buchkrediten solche aus Wertpapieren im Verhältnis 3:1 deutlich überragen. In diesem Zusammenhang ist insbesondere auch zu berücksichtigen, dass der IWF unter Buchkreditverlusten die tatsächlichen (Brutto)Ausfälle im Sinne der „default rate“ erfasst („Stufe 2“), während er für Wertpapiere auf Basis von Marktspreeds, durchschnittlicher Duration und ausstehendem Volumen eine Approximation für zu erwartende Wertberichtigungen vornimmt („Stufe 1“) (Näheres hierzu siehe auch später im Kapitel „Performance ausgewählter Assetklassen“). Der überwiegende Teil der zu erwartenden Verluste fällt mit 2,7 Bio. USD zu etwa zwei Dritteln bei US-Wertpapieren und US-Krediten an. Hauptverlustträger sind gemäß den ausgewiesenen Bestandsquoten die Banken als größte Investorengruppe. Da diese wiederum ihre Assets überwiegend im heimischen Markt halten, treffen die in US Credits entstehenden Verluste auch primär US-amerikanische Finanzinstitute. Trotz seiner bereits erweiterten Basis erfasst der IWF in seiner jüngsten Prognose noch keine zu erwartenden Verluste aus Staatsanleihen, insbesondere solche aus Schwellenländern („emerging markets“).

Vergleich USA und Europa

Konsolidierte Betrachtung und Verlustdifferenzierung

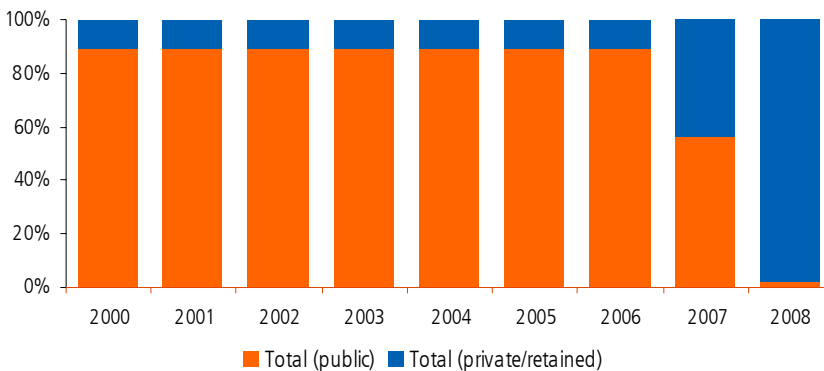
Performance ausgewählter Assetklassen

Kursentwicklung ausgewählter Assetklassen

Der Ausbruch der Finanzkrise hat weltweit eine Entwicklung in Gang gesetzt, die auch heute noch anhält. Bedingt durch die stetige Anhebung der Verlustprognosen und die vom US Subprime Segment ausgehende globale Infizierung weiterer Assetklassen (zum Beispiel in Form ansteigender Verzugs- und Ausfallraten) hat sich unter den Investoren eine steigende Verunsicherung hinsichtlich der Werthaltigkeit ihrer Vermögenswerte ausgebreitet. Die Abwicklung von Investmentvehikeln als Folge von Verlustrisiken und Triggerbrüchen führte zu zahlreichen Zwangsverkäufen. Diese trafen am Markt jedoch aufgrund der Verunsicherung auf keine nennenswerte Nachfrage. Die Kurse brachen daraufhin teilweise derartig ein, dass Eigenkapital- und Risikokennziffern der Banken kritische Grenzen erreichten und somit weitere Papiere veräußert werden mussten bzw. zumindest Neuinvestments nicht mehr möglich waren. Der Primärmarkt ist daraufhin nach und nach EZB-lastig geworden, so dass nach IWF-Angaben in 2008 nur noch etwa 2% des Volumens öffentlich platziert wurden (siehe Abbildung unten). Weltweit verordneten sich die Banken ein strukturelles „De-Leveraging“ im Sinne eines Abschmelzens ihrer Risikoaktiva durch Veräußerung oder Tilgung. Die Wertpapiermärkte wurden zunehmend illiquide und konnten ihrer volkswirtschaftlichen Preisbildungsfunktion nicht ausreichend gerecht werden.

Weltweite Abwärtsspirale beschleunigt Kursverfall

Illiquidität der Verbriefungsmärkte in Europa



Quelle: ESF, IWF

Dies löste in der Folge eine Diskussion um die Angemessenheit der „Marktpreise“ im Rahmen der Fair Value Bilanzierung aus. Um sich weiterem Abwertungsdruck zu entziehen, ließen viele Investoren ihre Bestände auslaufen oder reduzierten diese sogar aktiv. Das mangelnde Interesse an Neuengagements führte wiederum zum Zusammenbruch der Primärmärkte. Die zahlreichen, insbesondere in den USA und Großbritannien auf den Weg gebrachten Programme zur Stabilisierung der Finanzmärkte, setzen nunmehr an verschiedenen Stellen an, diese Abwärtsspirale zu durchbrechen. Letztlich soll damit durch eine Wiederbelebung der Primär- und Sekundärmärkte der volkswirtschaftliche Kreditkreislauf wieder in Gang gesetzt werden, um eine ausreichende Kreditversorgung von Unternehmen und Konsumenten zu gewährleisten. Nachfolgend haben wir die Kursentwicklung ausgewählter Assetklassen im Zuge der Abwärtsspirale seit Anfang 2007 dargestellt.

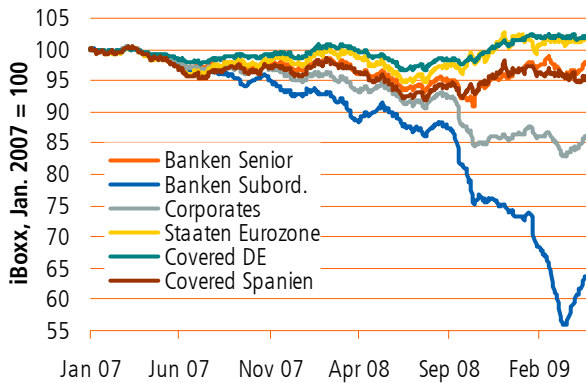
Stabilisierungsprogramme

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

Wertverluste bei Anleihen aus verschiedenen Assetkategorien von Januar 2007 bis heute

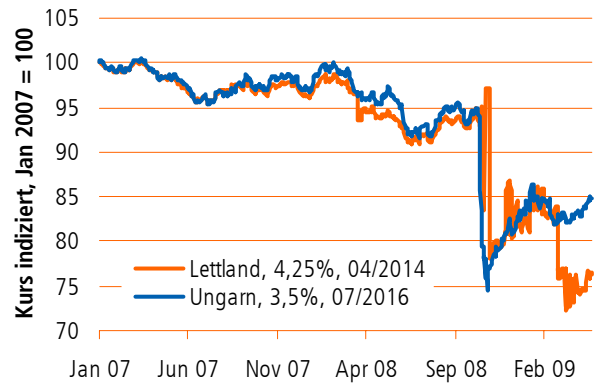
Assetklasse	Wertverlust seit Januar 2007	Quelle	Assetklasse	Wertverlust seit Januar 2007	Quelle
Staatsanleihen Eurozone	bis -5%	iBoxx/Bloomberg	Leveraged Loans USA	-29%	S&P/Bloomberg
Staatsanleihen Emerging Markets	bis -25%	iBoxx/Bloomberg	Leveraged Loans Europa	-32%	Thomson Reuters
Banken, Euro, Senior	-4%	iBoxx	Auto ABS AAA	-3%	Markit/ESF
Banken, Euro, Subordinated	-36%	iBoxx	Credit Card ABS AAA	-8%	Markit/ESF
Corporate Bonds Euro	-15%	iBoxx	RMBS UK Prime AAA	-11%	Markit/ESF
Corporate Bonds Euro, AA	-9%	iBoxx	RMBS UK Prime BBB	-40%	Markit/ESF
Corporate Bonds Euro, A	-20%	iBoxx	RMBS UK NC AAA	-20%	Markit/ESF
Corporate Bonds Euro, BBB	-12%	iBoxx	RMBS UK NC BBB	-80%	Markit/ESF
Corporate Bonds USD	-14%	iBoxx	RMBS Spanien AAA	-25%	Markit/ESF
Corporate Bonds USD, AA	-8%	iBoxx	RMBS Italien AAA	-13%	Markit/ESF
Corporate Bonds USD, A	-17%	iBoxx	RMBS Niederland AAA	-8%	Markit/ESF
Corporate Bonds USD, BBB	-15%	iBoxx	CMBS Europa AAA	-14%	Markit/ESF
Covered Bonds	-2%	iBoxx	CMBS Europa BBB	-40%	Markit/ESF
Covered Bonds Deutschland	0%	iBoxx	US Subprime ABS AAA 2006	-52%	Informa Global Markets
Covered Bonds Spanien	-5%	iBoxx	US Subprime ABS AAA 2007	-76%	Informa Global Markets
Covered Bonds UK	-6%	iBoxx	US Subprime ABS BBB 2006	-97%	Informa Global Markets
Covered Bonds Irland	-10%	iBoxx	US Subprime ABS BBB 2007	-97%	Informa Global Markets
Covered Bonds Frankreich	-0.5%	iBoxx			

iBoxx Anleihe-Indizes - Beispiele



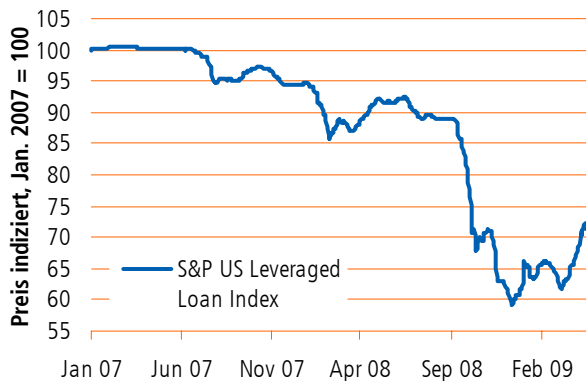
Quelle: Markit/Bloomberg

Emerging Markets Anleihen - zwei Beispiele



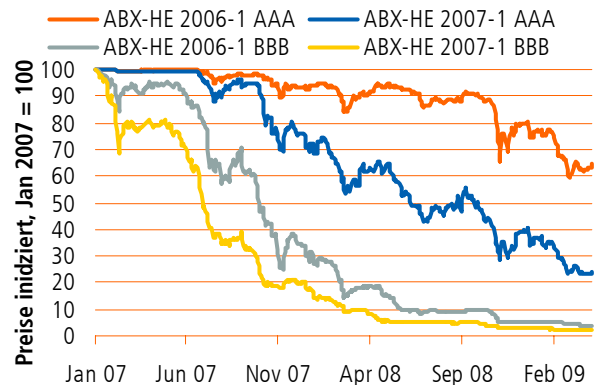
Quelle: Bloomberg

US Leveraged Loans



Quelle: S&P/Bloomberg

US Subprime ABS



Quelle: Informa Global Markets

Alternative Verlustschätzung auf der Basis historischer Daten

Der IWF erwartet für 2007 bis 2010 Verluste von 4.054 Mrd. USD. Die Schätzung erfolgte für Loans auf der Basis einer Regression in Abhängigkeit makroökonomischer Größen. Im

IWF-Verlustschätzung für Wertpapiere basiert auf Spreadausweitung

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

Gegensatz dazu sind die Verluste aus Wertpapieren aufgrund der erlittenen Marktwertverluste berechnet worden, genauer gesagt mittels der durationsgewichteten Spreadausweitung. Diese Vorgehensweise wird nur zu guten Schätzergebnissen führen, wenn die Preisbildung im jeweiligen Marktsegment hinreichend effizient erfolgt. Bei ABS, bei denen der vom IWF erwartete Verlust ja einen großen Teil zum Gesamtverlust beiträgt, trifft diese Voraussetzung jedoch nicht einmal ansatzweise zu. Das von Verkaufsdruck gekennzeichnete Angebot findet keine Nachfrage. Umsätze kommen nur noch in wenigen Assetklassen auf geringfügigem Niveau zustande. Entsprechend haben sich die Spreads gewaltig ausgeweitet, die Preise sind entsprechend drastisch gefallen (siehe Übersicht auf Seite 8). Anders gesagt entfällt ein erheblicher Teil des aktuell hohen Spreadniveaus auf die Illiquidität des Marktes, so dass die ausschließliche Interpretation des Spreads als Prämie für das Ausfallrisiko zu einer starken Überzeichnung des auf dieser Basis berechneten Verlustes führt.

Insofern ist die Frage interessant, welches Verlustpotenzial mit einer alternativen Berechnungsmethode ermittelt werden kann. Dazu haben wir für Corporate Bonds und ABS eine Vergleichsrechnung zur Plausibilisierung der IWF-Verlusthöhe auf der Basis historischer Ausfall- bzw. Verlustraten durchgeführt (siehe Grafiken auf der folgenden Seite, links für Corporate Bonds, rechts für ABS).

Die obere linke Grafik zeigt historische Werte für die Ausfallrate (Non-Investmentgrade) für Unternehmen im Zeitraum von 1920 bis 2008. Seitdem sind vier Peaks mit einer außerordentlich hohen Ausfallquote – gemessen an der Zahl der Emittenten bzw. Kreditnehmer – in den Jahren 1933 (15,4%), 1970 (8,8%), 1991 (9,4%) und 2001 (10,1%) aufgetreten. 2009 ist es aber durchaus möglich, dass der historische Rekord aus den 30er Jahren des vorigen Jahrhunderts noch übertroffen wird. Die mittlere linke Abbildung stellt die Ausfallanzahl seit 1970 das betroffene Volumen von Anleihen und Darlehen gegenüber. Für den gesamten Verlust ist neben der Ausfallrate und der Recovery Rate insbesondere auch entscheidend, ob auch Großschäden wie zum Beispiel Lehman mit über 120 Mrd. USD ausstehenden Anleihen auftreten, die das insgesamt in einem Jahr ausgefallene Anleihevolumen wie 2008 in die Höhe treiben. In der unteren Abbildung haben wir die Verlusthöhe abgeleitet, indem wir für jedes Jahr seit 1970 die jeweilige kumulierte Ausfallrate für vier Jahre (analog zum Prognosezeitraum des IWF 2007-2010) und eine angenommene Recovery Rate von 25% auf das vom IWF für April 2009 ausgewiesene Anleihevolumen von 6.017 Mrd. USD (USA 4.790 Mrd. USD, Europa 1.227 Mrd. USD) angewendet haben. Bei dieser Vorgehensweise wird die aktuelle IWF-Schätzung für Corporate Bonds von 396 Mrd. USD (USA 335 Mrd. USD, Europa 61 Mrd. USD) zweimal übertroffen. Der in unserer Simulation ermittelte Maximalwert erreicht 496 Mrd. USD für die 4-Jahres-Kohorte von 1999. Insofern führt die Berechnung für Corporate Bonds zu einer mit dem IWF-Wert vergleichbaren Verlustdimension. Ein höherer Schaden ist aber durchaus möglich, vor allem dann, wenn auch sehr große Schuldner ausfallen würden.

Aufgrund des noch relativ jungen Marktsegments können wir für ABS nicht auf vergleichbare Zeitreihen zurückgreifen. Daher haben wir hier einen anderen Weg gewählt. Verfügbar sind auf globaler Ebene ohne Differenzierung zwischen Europa und USA Informationen über die durchschnittliche Verlustrate von verbrieften Anleihen auf den jeweiligen Ratingstufen (siehe Tabelle rechts unten). Insofern haben wir das vom IWF angegebene Volumen in diesem Bereich (Residential Mortgage, Commercial Mortgage, Consumer) für die USA und für Europa nach dem Ratingniveau aufgliedert und für jede Ratingstufe den jeweiligen Verlust für einen Vierjahres-Zeitraum bestimmt (ausstehendes Anleihevolumen x 4-Jahres-

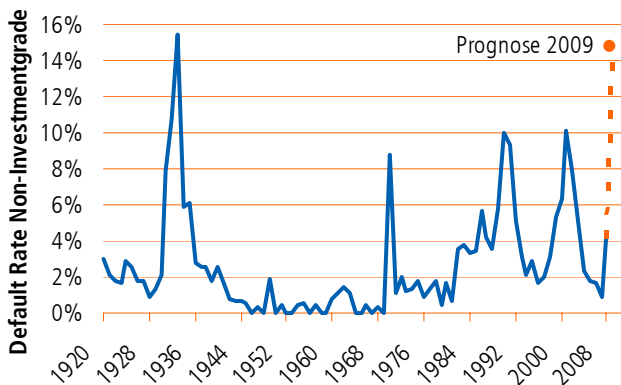
Alternative Rechnung auf der Basis historischer Daten für Corporate Bonds und ABS

Corporate Bonds

ABS

Verlustrate). Da sich insbesondere in den USA die Bonität von ABS² kräftig verschlechtert hat (siehe mittlere rechte Abbildung), haben wir die Prognoserechnung in zwei Phasen unterteilt. Die letztlich schon realisierten Verluste für 2007 und 2008 basieren auf den günstigeren Ratings zum Jahresbeginn 2008, die zukünftigen Verluste für 2009 und 2010 stellen dagegen auf die schlechteren Ratings zum Jahresende 2008 ab.

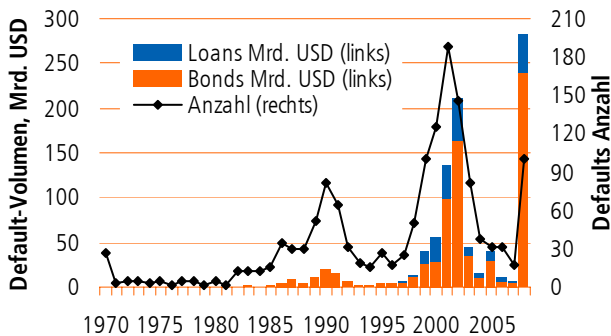
Corporate Bonds – Non-Investmentgrade Defaults



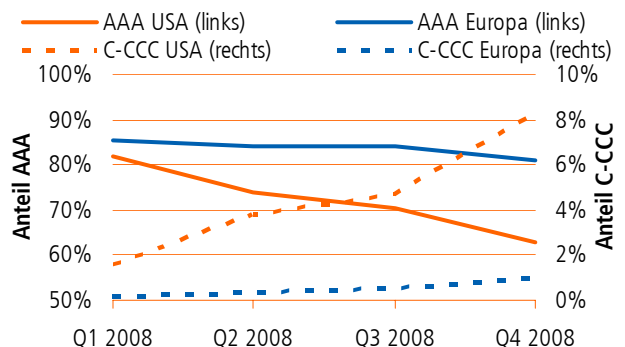
ABS – Default-Rate 2008 nach Regionen/Assetklassen

Assetklasse	ABS Ratings Anfang 2008	Defaults 2008	Default Rate	Anteil an weltweiten Defaults
U.S. ABS	3,886	14	0.4%	0.4%
U.S. CDO	9,919	414	4.2%	13.0%
U.S. CMBS	7,393	25	0.3%	0.8%
U.S. RMBS	42,129	2633	6.3%	82.5%
U.S. sonstige	877	5	0.6%	0.2%
U.S. insgesamt	64,204	3,091	4.8%	96.8%
Europa ABS	1,150	0	0.0%	0.0%
Europa CDO	4,485	53	1.2%	1.7%
Europa CMBS	899	6	0.7%	0.2%
Europa RMBS	2,786	1	0.0%	0.0%
Europa sonstige	352	5	1.4%	0.2%
Europa insgesamt	9,672	65	0.7%	2.0%
ABS sonstige Regionen	3,443	38	1.1%	1.2%
Summe	77,319	3193	4.1%	100.0%
Relation U.S / Europa	6.6	47.5	7.2	-

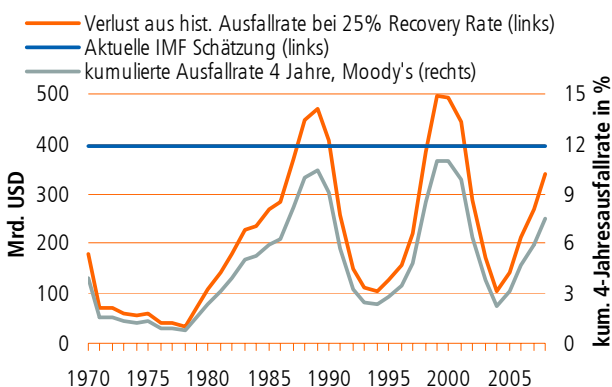
Corporate Bonds – Defaults (Anzahl und Volumen)



ABS – Ratingtrend 2008 (AAA und C-CCC)



Corporate Bonds – Verluste auf Basis historischer Daten



Quelle: IWF, Moody's, S&P, ESF, DZ BANK

ABS – Verluste auf Basis historischer Daten

Rating	Verlust-rate	USA		Europa	
		Anteil Q4 08	Verlust- Mrd. USD	Anteil Q4 08	Verlust- Mrd. USD
AAA	0.02%	63.0%	5,200	81.1%	1,477
AA	0.68%	8.7%	716	6.5%	119
A	1.17%	6.8%	557	5.6%	102
BBB	3.86%	7.6%	625	4.2%	76
BB	8.19%	3.1%	253	1.2%	22
B	11.79%	2.7%	224	0.4%	8
C-CCC	30.50%	8.3%	683	1.0%	17
Summe			8,257		1,821
Verlustrate			2.3%		0.6%

² Der Anteil von AAA beim ausstehenden Volumen von US-amerikanischen ABS ist vom 1. bis zum 4. Quartal 2008 von 81,8% auf 63% gefallen, am unteren Ende der Ratingskala hat sich in diesem Zeitraum der Anteil von C/CCC von 1,6% auf 8,3% erhöht.

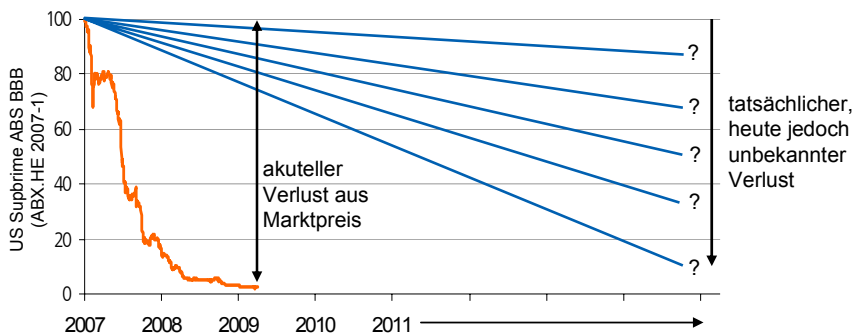
Unsere historisch basierte Berechnungsmethode führt zu einer Verlusthöhe von etwa 200 Mrd. USD (USA 187,7 Mrd. USD, Europa 10,1 Mrd. USD) und damit im Vergleich zum IWF mit einer Verlustprognose von 1.553 Mrd. USD (USA 1.309 Mrd. USD, Europa 244 Mrd. USD) zu einem deutlich niedrigeren Verlustniveau. Dabei soll der von uns mit einem eher simplen Ansatz ermittelte Wert nicht als die „richtige“ Schätzgröße interpretiert werden. Vielmehr geht es an dieser Stelle darum, die gewaltige Bandbreite möglicher Verlustprognosen – abhängig von der jeweiligen Methode – aufzuzeigen. Denn weder die durch die ausgeprägte Illiquidität des Marktes verursachten hohen Marktpreisabschläge noch die vorhandenen historischen Verlustdaten lassen angesichts des Ausmaßes der Finanzmarktkrise eine zuverlässige Schätzung für die zukünftigen Verluste von ABS zu. Dennoch sind wir davon überzeugt, dass sich die tatsächlich herauskristallisierenden Verluste näher am von uns aufgrund historischer Verlustraten ermittelten Wert als an der auf Marktspreads basierenden IWF-Schätzung orientieren werden. Beispielsweise sind Verlustallokationen auf europäische AAA ABS nur in Einzelfällen – also Transaktionen mit ausgesprochen schlechter Performance – realistisch, während angesichts der hohen Preisabschläge ein Kapitalverlust eher die Regel als die Ausnahme sein müsste.

Gewaltige Diskrepanz bei ABS zwischen beiden Ansätzen

Die folgende Abbildung soll den Unterschied zwischen dem aktuellen Marktwertverlust und dem – heute noch unbekanntem – realisierten Verlust illustrieren. Bei Verbriefungen von Immobilienkrediten zum Beispiel ist diese Diskrepanz aufgrund der ohnehin relativ langen Laufzeit der Anleihe und dem nicht selten zeitintensiven Verwertungsprozess der Immobilien bei Darlehensausfällen besonders groß. Insofern ist es auch möglich, dass ein großer Teil des aktuellen Verlustes durch zukünftige Zuschreibungen aufgeholt wird. Dies gilt umso mehr, wenn der Kurs aufgrund von Marktverwerfungen seine Indikatorfunktion weitgehend eingebüßt hat. Insofern ist die Abgrenzung des verwendeten Verlustbegriffs zwar sehr wichtig, wird aber oft nicht vorgenommen. Diese Kritik trifft insofern auch auf die IWF-Prognose zu, da ohne nähere Erläuterungen „Writedowns“ ausgewiesen werden, die jedoch implizit als realisierter Verlust anzusehen sind.

Mark-to-Market Verlust als Indikator für realisierte Verluste?

Mark-to-Market Verlust vs. realisierter Verlust



Quelle: Markit, DZ BANK

Unsere Verlustprognose führt zu einer mehr als 18-fachen Verlusthöhe für ABS aus den USA im Vergleich zu Papieren aus Europa, obwohl das ausstehende Volumen „nur“ etwa 4,5x so hoch ausfällt. Das hohe Niveau für USA ist insbesondere auf schlechte Assetperformance und dem in der Folge hohen Anteil von schlechten Ratings zurückzuführen. Während beim ausstehenden Volumen von ABS aus den USA der Anteil von BB und schlechter 14,1% (4. Quartal 2008) ausmacht, entfallen darauf bei europäischen ABS nur 2,6%. Dieses Ergebnis wird von der Tabelle oben rechts untermauert. Fast 97% der Defaults bei „Structured Finance“ entfallen auf US Papiere.

Gewaltige Unterschiede bei ABS zwischen USA und Europa

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

Fazit

In den Köpfen zahlreicher Marktakteure werden unter „toxischen Papieren“, „bad assets“ oder ähnlichen Begriffskategorien meist vornehmlich bis ausschließlich verbriefte Wertpapiere verstanden. Wie oben gezeigt, stammt jedoch ein Großteil der erwarteten Verluste aus anderen Assetklassen, wie etwa Bank- und Unternehmensanleihen, insbesondere aber auch aus Buchkrediten. Die weltweit erwarteten Verluste aus Buchkrediten übertreffen inzwischen in ihrem absoluten Niveau mit rund 2,1 Bio. USD das entsprechende Volumen bei Wertpapieren in Höhe von fast 2 Bio. USD.

Die tatsächlich zu erwartenden Verluste der Wertpapiere liegen nach unseren Berechnungen im Structured Finance Bereich deutlich unter den IWF-Schätzungen, für Corporate Bonds hingegen auf Basis unseres historischen Vergleichs durchaus auf angemessenem Niveau. Die bisherigen historischen SF-Verlustquoten sind aus unserer Sicht jedoch nicht unbedingt als „krisenfest“ anzusehen, da im historischen Vergleich aufgrund des noch jungen Marktsegments vor allem in Europa entsprechende Krisenverläufe in den Zeitreihen fehlen. In dem Maße, wie die marktwertbedingten Abschreibungen das Ausmaß der tatsächlich eintretenden Verluste der (verbrieften) Wertpapiere überzeichnen, werden sich früher oder später Zuschreibungen beziehungsweise außerordentliche Erträge bei Amortisation der Anleihen in den Bankbilanzen und deren Gewinn- und Verlustrechnungen wiederfinden.

Die zu erwartende Verlustwelle trifft mit etwa 60% überwiegend den Bankensektor. Regional entfallen die prognostizierten Verluste zu etwa zwei Dritteln auf die USA, vor Europa und Japan. Da Banken ihr Geld trotz der Globalisierung auch heute noch überwiegend in ihrer jeweiligen Heimatregion anlegen, sind insbesondere US-amerikanische Institute von der Verlustwelle betroffen.

Das Thema „Subprime“ ist in den aktuellen Verlustprognosen nach unserer Einschätzung inzwischen ausreichend berücksichtigt und „abgearbeitet“. Die stetige Anhebung von Verlustprognosen erfolgt zum einen aufgrund der Verschlechterung der Kreditnehmerqualität in höheren Bonitätssegmenten, dem „Überschwappen“ („spill over“) vom Wertpapiersegment auf den Buchkreditbereich aufgrund realwirtschaftlicher Effekte sowie einer Ausweitung von den USA auf alle westlichen Wertpapier- und Kreditmärkte.

Von entscheidender Bedeutung für alle Credits ist letztendlich die internationale makroökonomische Entwicklung, wenngleich die nationalen Volkswirtschaften für Banken und andere Investoren einen besonderen Schwerpunkt bilden. Letztlich entscheidet sich hier das tatsächliche Ausmaß künftiger zu erleidender Verluste. Die Einschätzung unter den Volkswirten divergiert sowohl hinsichtlich der Stärke des ökonomischen Einbruchs als auch hinsichtlich der Dauer der rezessiven Phase bzw. dem Zeitpunkt des Wiederanstiegs der wirtschaftlichen Aktivität (hierfür hat sich eine Kategorisierung in „V“, „U“ oder „L“ herausgebildet). Aus dieser Variabilität der Einschätzung des wirtschaftlichen Umfelds erklärt sich letztlich auch die hohe Diskrepanz der verschiedenen Verlustprognosen und die erhöhte Unsicherheit der Investoren bezüglich der künftigen Performance von Credits weltweit.

Toxic Waste ist inzwischen eine übergreifende Erscheinung und vor allem im Buchkreditgeschäft der Banken zu finden

Tatsächliche Verluste aus SF werden überzeichnet

US-Bankensektor überwiegend betroffen

„Subprime“ weitestgehend abgearbeitet

Realökonomische Entwicklung letztlich entscheidend

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 Gesamttrentabilität 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 BELGIUM	06.11.2008	Marketperformer
ACHMEA HYPOTHEEK BANK NV	15.01.2009	Underperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	29.01.2009	Outperformer
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
ARCELOR MITTAL	11.02.2009	Underperformer	LAFARGE	21.01.2009	Underperformer
Anglo Irish Bank Corporation Limited	15.01.2009	Underperformer	LAFARGE	07.11.2008	Marketperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	15.01.2009	Marketperformer	LANDESBANK 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
BERLIN-HANNOVER HYPBK AG	15.01.2009	Marketperformer	MERRILL LYNCH & CO	15.01.2009	Underperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	19.02.2009	Underperformer	MORGAN STANLEY	09.04.2009	Underperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	09.12.2008	Marketperformer	MORGAN STANLEY	15.01.2009	Marketperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	18.09.2008	Underperformer	NATIONWIDE BLDG SOCIETY	15.01.2009	Marketperformer
CAISSE CENTRALE DESJARDINS DU QUEBEC	15.01.2009	Underperformer	OTP BANK PLC	15.01.2009	Underperformer
		Outperformer	PEUGEOT SA	27.10.2008	Underperformer
CAISSE CENTRALE DU CREDIT IMMOBILIER DE FRANCE	15.01.2009	Marketperformer	PEUGEOT SA	18.09.2008	Marketperformer
		Marketperformer	POHJOLA BANK PLC	15.01.2009	Outperformer
CAIXA ECONOMICA MONTEPIO GERAL	15.01.2009	Underperformer	POHJOLA BANK PLC	17.07.2008	Marketperformer
CARREFOUR SA	18.11.2008	Underperformer	PORSCHE AG	07.01.2009	Marketperformer
CASINO GUICHARD PERRACHON SA	15.10.2008	Marketperformer	PORSCHE AG	27.10.2008	Underperformer
CASINO GUICHARD PERRACHON SA	29.08.2008	Outperformer	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	18.02.2009	Marketperformer
CIE FINANCIERE DU CRED	15.01.2009	Marketperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	06.11.2008	Marketperformer
COMMERZBANK AG	16.01.2009	Marketperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	15.01.2009	Underperformer
CONTINENTAL AG	10.02.2009	Underperformer	REPSOL YPF SA	17.11.2008	Underperformer
CONTINENTAL AG	19.01.2009	Marketperformer	REPSOL YPF SA	17.07.2008	Outperformer
CONTINENTAL AG	10.11.2008	Underperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	12.03.2009	Outperformer
CONTINENTAL AG	17.07.2008	Marketperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	06.11.2008	Underperformer
CREDIT AGRICOLE SA	16.01.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF BULGARIA	26.11.2008	Underperformer
CREDIT SUISSE	24.04.2009	Outperformer	REPUBLIC OF CROATIA	11.03.2009	Underperformer
CREDIT SUISSE	16.01.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF CROATIA	26.11.2008	Marketperformer
CZECH REPUBLIC	29.04.2008	Outperformer	REPUBLIC OF FINLAND	06.11.2008	Marketperformer
DAIMLER AG	27.10.2008	Marketperformer	REPUBLIC OF HUNGARY	15.10.2008	Underperformer
DAIMLER AG	18.09.2008	Outperformer	REPUBLIC OF IRELAND	06.11.2008	Marketperformer
DEPFA BANK PLC	15.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF KAZAKHSTAN	30.06.2008	Underperformer
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	15.01.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF KAZAKHSTAN	29.04.2008	Marketperformer
DEUTSCHE LUFTHANSA AG	12.03.2009	Underperformer	REPUBLIC OF SLOVENIA	06.11.2008	Marketperformer
DEUTSCHE TELEKOM AG	22.04.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	26.11.2008	Underperformer
DEUTSCHE TELEKOM AG	07.11.2008	Outperformer	REPUBLIC OF TURKEY	11.03.2009	Underperformer
DNB NORBANK ASA	15.01.2009	Outperformer	REPUBLIC OF TURKEY	04.08.2008	Outperformer
DUESSELDORFER HYPOBANK	15.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF TURKEY	29.04.2008	Underperformer
EBS BUILDING SOCIETY	10.03.2009	Underperformer	ROBERT BOSCH GMBH	15.09.2008	Marketperformer
ELECTRICITE DE FRANCE	22.01.2009	Outperformer	RWE AG	13.11.2008	Outperformer
ELECTRICITE DE FRANCE	14.01.2009	Marketperformer	SLOVAK REPUBLIC	21.07.2008	Marketperformer
ELECTRICITE DE FRANCE	19.11.2008	Marketperformer	SNS BANK NEDERLAND	15.01.2009	Marketperformer
ELECTRICITE DE FRANCE	19.06.2008	Underperformer	TELECOM ITALIA SPA	06.11.2008	Underperformer
ENDESA S.A.	13.03.2009	Marketperformer	TELEFONICA S.A.	17.07.2008	Outperformer
ENDESA S.A.	22.01.2009	Underperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	19.11.2008	Outperformer
ENDESA S.A.	18.12.2008	Marketperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	15.05.2008	Marketperformer
ENEL-SOCIETA PER AZIONI	22.01.2009	Underperformer	TELIASONERA AB	10.10.2008	Marketperformer
ENEL-SOCIETA PER AZIONI	12.11.2008	Marketperformer	TELIASONERA AB	17.07.2008	Outperformer
ERSTE GROUP BANK AG	15.01.2009	Underperformer	TESCO PLC	21.08.2008	Marketperformer
EUROHYPO AG	09.04.2009	Underperformer	THYSSENKRUPP AG	13.02.2009	Underperformer
EUROHYPO AG	07.04.2009	Marketperformer	TUI AG	19.06.2008	Marketperformer
EUROHYPO AG	15.01.2009	Underperformer	UBS AG	22.01.2009	Marketperformer
FEDERAL REP OF GERMANY	06.11.2008	Outperformer	UBS AG	21.01.2009	Underperformer
FRENCH REPUBLIC	06.11.2008	Outperformer	UBS AG/FRANKFURT	16.01.2009	Marketperformer
FRESENIUS SE	08.07.2008	Underperformer	UKRAINE	30.06.2008	Underperformer
GDF SUEZ	18.09.2008	Outperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	10.12.2008	Underperformer
GOLDMAN SACHS GROUP INC	15.01.2009	Marketperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	17.07.2008	Marketperformer
HELLENIC REPUBLIC	06.11.2008	Marketperformer	UNITED MEXICAN STATES	27.04.2009	Underperformer
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	VOLKSWAGEN AG	27.10.2008	Marketperformer
IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	19.06.2008	Outperformer	VOLKSWAGEN AG	21.08.2008	Outperformer
INTESA SANPAOLO SPA	17.07.2008	Marketperformer			
JPMORGAN CHASE & CO	15.01.2009	Underperformer			

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-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 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			
Thorsten Lange, CIIA / CEFA	Analyst ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 47 60	thorsten.lange@dzbank.de
Ralf Raebel, EMBA / CIIA	Analyst ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 14 08	ralf.raebel@dzbank.de
Ansprechpartner			
Capital Markets			
Deutschland / Österreich			
Sales Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+ 49 - (0)69 - 74 47 - 69 62	H.-Theo Brockmann
	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
	Gruppenleiter Institutionelle Banken und Österreich	+ 49 - (0)69 - 74 47 - 34 32	Norbert Schäfer
Sales Banken	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
	Gruppenleiter Zentral	+ 49 - (0)69 - 74 47 - 29 99	Sven Köhler
Sales Firmenkunden	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
	Gruppenleiter Zentralbanken	+ 49 - (0)69 - 74 47 - 99 39 9	Pavel Jansta
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