

BANKEN

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Deutsche Hypo begibt Tier-1-Anleihe

Die Deutsche Hypo²⁾ begibt in Kürze unter Federführung der DZ BANK und Deutsche Bank eine Tier-1-Anleihe, deren wichtigste Strukturmerkmale und Charakteristika in diesem Flash vorgestellt werden. Die Ausführungen in Frage-Antwort-Form stellen nur einen Überblick über die aus Sicht eines Investors wichtigsten Aspekte der Transaktion dar, erheben somit keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Wie üblich, so gilt im Hinblick auf die Anlegerentscheidung auch hier der Verweis auf den gesamten, für die Tier-1-Transaktion maßgeblichen Prospekt einschließlich eines Nachtrags vom 16. September 2010.

Im Anschluss daran skizzieren wir die Geschäftsentwicklung der Deutsche Hypo im ersten Halbjahr 2010 und geben einen tabellarischen Überblick der HGB-Ergebnisse seit 2007.

ANLEIHEN

Flash
20.9.2010

RATINGS

Moody's:	A1 (neg.)
Standard & Poor's:	--
Fitch:	--

Rating der Tier-1-Anleihe: Baa3 (neg.)

TIER-1-ANLEIHE IM ÜBERBLICK

Die folgenden Ausführungen stellen einen Überblick über die aus Sicht eines Investors wichtigsten Aspekte der Transaktion dar, erheben aber keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Wie üblich, so gilt im Hinblick auf die Anlegerentscheidung auch hier der Verweis auf den gesamten, für die Tier-1-Transaktion maßgeblichen Prospekt einschließlich eines Nachtrags vom 16. September 2010. (Alle Zitate und angegebenen Seitenzahlen beziehen sich auf den Emissionsprospekt).

Wer emittiert die Tier-1-Anleihe?

Die deutschem Recht unterliegende Tier-1-Anleihe (Capital Notes) wird von der luxemburgischen „Einzweck“-Gesellschaft, Charlottenburg Capital International S.à.r.l. & Cie SECS¹, begeben. Der Emissionserlös wird ausschließlich dazu verwendet, eine stille Kapitalbeteiligung in Form einer stillen Gesellschaft nach deutschem Recht an der Deutschen Hypothekbank (Dt. Hypo) zu erwerben. Hierzu schließt die Emittentin mit der Dt. Hypo einen Beteiligungsvertrag ab. Für die Bareinlage in Form einer stillen Einlage bei der Dt. Hypo erhält die Emittentin Gewinnbeteiligungszahlungen, die in jedem Geschäftsjahr der Dt. Hypo ermittelt und nachträglich ausgeschüttet werden. Die Zinszahlungen an die Gläubiger der Tier-1-Anleihe werden über die Gewinnbeteiligung und über einen, aus steuerrechtlichen Gründen abgeschlossenen Darlehensvertrag mit der Norddeutsche Landesbank Luxembourg S.A. finanziert. Die Tier-1-Anleihe wird an der Luxemburger Wertpapierbörse amtlich notiert und zum Handel am regulierten Markt zugelassen.

Emissionserlös wird dazu verwendet, eine stille Kapitalbeteiligung an der Dt. Hypo zu erwerben

Welchen Zweck verfolgt die Dt. Hypo mit dieser Transaktion?

Die Dt. Hypo beabsichtigt mit den Erlösen aus der Tier-1-Transaktion, präziser: aus dem Abschluss der Stillen Beteiligung, ihre Kapitalbasis zu stärken und ihr Geschäftswachstum zu stützen. Sie erwartet, dass 100% des Nennbetrages der Beteiligung als Kernkapital (nach der derzeitigen KWG-Definition) auf Institutsebene behandelt wird.

Ziele der Dt. Hypo: Stärkung der Kapitalbasis und Unterstützung des Geschäftswachstums

Kann die Emittentin die Tier-1-Anleihe kündigen und wenn ja, zu welchen Zeitpunkten?

Die Tier-1-Anleihe besitzt eine unendliche Laufzeit und somit keine feste Endfälligkeit. Die Emissionsgläubiger haben die finanziellen Risiken daher möglicherweise für unbegrenzte Zeit zu tragen.

Laufzeit und Kündigungsoptionen

Im Hinblick auf die Kündigungsmöglichkeiten sind zwei Rechtsverhältnisse voneinander zu unterscheiden: Zum einen der Beteiligungsvertrag zwischen Dt. Hypo und der Emittentin, zum anderen das Rechtsverhältnis zwischen der Emittentin und den Gläubigern der Tier-1-Anleihe.

Erster ordentlicher Kündigungstermin seitens der Emittentin: 30. Juni 2016

Die Emittentin hat das Recht, die Tier-1-Anleihe erstmals am 30. Juni 2016 oder am 30. Juni jedes darauffolgenden Jahres zu kündigen und in einem Betrag zurückzahlen, sofern bestimmte, weiter unten aufgeführte Bedingungen erfüllt sind. Die Kündigungsfrist beträgt mindestens 30 und höchstens 60 Tage. Darüber hinaus

¹ Hierbei handelt es sich um eine Kommanditgesellschaft, die am 27. August 2010 gegründet wurde und im Luxemburger Handelsregister eingetragen ist. Die Adresse des eingetragenen Firmensitzes lautet: 6, rue Philippe II, L-2340 Luxemburg.

kann es auch zu einem früheren Rückzahlungszeitpunkt kommen, wenn eine Änderung der Rechtsvorschriften dies erforderlich machen sollte.

Neben den Kündigungsoptionen von Seiten der Emittentin sind auch die Kündigungsmöglichkeiten des zwischen der Emittentin und der Dt. Hypo geschlossenen Beteiligungsvertrags zu beachten. Unserer Einschätzung nach hat die Kündigung beziehungsweise Beendigung des Beteiligungsvertrages einen großen Einfluss auf die Rückzahlung der Tier-1-Anleihe, da gemäß Emissionsbedingungen jede Beendigung des Beteiligungsvertrages die Rückzahlung der Tier-1-Anleihe zur Folge hat. Der mit einer unbegrenzten Laufzeit ausgestattete Beteiligungsvertrag zwischen der Emittentin und der Dt. Hypo bestimmt, dass eine ordentliche Kündigung desselben durch die Dt. Hypo mit aufsichtsrechtlicher Zustimmung frühestens zum 31. Dezember 2020 wirksam werden kann. Zudem ist das Recht der Ausübung der Kündigung daran gebunden, dass die Gesamtkennziffer (Gesamtkapitalquote) auf Gruppenebene und Einzelbankebene dauerhaft den Wert von 9% übersteigt. Zwar setzt die vorzeitige Kündigung der Tier-1-Anleihe, zum Beispiel zum 30. Juni 2016, mit Zahlung des Rückzahlungsbetrages nicht die gleichzeitige Kündigung des Beteiligungsvertrages voraus, es sei denn, die Stille Einlage wird nicht mehr länger aus aufsichtsrechtlicher Sicht als Eigenkapital anerkannt und ihr Buchwert ist zum Zeitpunkt der Kündigungserklärung nicht herabgesetzt. Doch kann die Kündigung der Tier-1-Anleihe nur dann erfolgen, wenn die Finanzierung der Tilgungszahlung durch die Ausgabe vergleichbarer Schuldverschreibungen oder auf andere Weise gesichert ist.

Auch wenn die Ausübung der Kündigungsoptionen durch die Emittentin formal nicht an die Kündigung des Beteiligungsvertrages gekoppelt ist, beeinflusst aus unserer Sicht das im Falle einer vorzeitigen Kündigung bestehende Refinanzierungsrisiko der Emittentin die Wahrscheinlichkeit der Ausübung der ordentlichen Kündigungsoption vor dem 30. Juni 2020. Denkbar wäre es, dass die Tier-1-Anleihe zum ersten möglichen Kündigungstermin (30. Juni 2016) zurückgezahlt und der Beteiligungsvertrag mit Zustimmung der deutschen Bankenaufsicht entgegen den Vertragsbestimmungen vorzeitig aufgelöst wird – zwingend ist eine solche Option allerdings nicht, weil sie im Ermessen der Dt. Hypo liegt, der Zustimmung der Aufsicht bedarf und bislang noch keine Erfahrungswerte für einen solchen Fall vorliegen.

Die Dt. Hypo besitzt ein außerordentliches Kündigungsrecht des Beteiligungsvertrages

(1) mit sofortiger Wirkung nur für den Fall, dass die Stille Einlage insgesamt oder teilweise nicht mehr länger aus aufsichtsrechtlicher Sicht als Eigenkapital gemäß § 10(4) KWG anerkannt wird, und

(2) mit Wirkung frühestens zum 31. Dezember 2015 für den Fall, dass sich wesentliche steuerliche oder aufsichtsrechtliche Vorschriften ändern, die sich nachteilig auf die Dt. Hypo auswirken.

Voraussetzung für (1) und (2) ist, dass neben der immer erforderlichen Zustimmung der Bankenaufsicht zum Zeitpunkt der Kündigungserklärung der Buchwert der Stillen Einlage nicht unterhalb des Einlagennennbetrags liegt. Sollte diese Bedingung erfüllt sein, erfolgt die Rückzahlung am darauffolgenden 30. Juni.

Ausübung der Kündigungsoption vor 2020 setzt Refinanzierung der Emittentin voraus

Kündigungen ausschließlich nur mit Zustimmung der Bankenaufsicht

Außerordentliche Kündigung

Außerordentliche Kündigung setzt voraus, dass keine Herabsetzung des Kapital stattgefunden hat

Welche Auswirkungen hat Basel III auf die Transaktion der Dt. Hypo?

Mit Blick auf (1) der vorangegangenen Frage können die jüngst veröffentlichten Vorschläge des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht für die Transaktion der Dt. Hypo von großer Bedeutung sein. Der Ausschuss hat in einer Pressemeldung vom 12. September 2010 seine Vorschläge hinsichtlich strengerer Kapitalanforderungen konkretisiert, wenngleich noch einige Details offen geblieben sind. Zu den Vorschlägen gehören auch strengere Anforderungen an hybrides Kernkapital (wie zum Beispiel Stille Einlagen; siehe hierzu unseren Flash vom 13. September 2010 „Basel III nimmt Formen an“). Kapitalinstrumente, die nach dem 12. September 2010 begeben werden und die neuen Anforderungen an „Common Equity“ (Stammkapital) nicht erfüllen, sollen gemäß den Basler Vorschlägen ab Anfang 2013 auch nicht mehr als solches akzeptiert werden.

Basel-III-Vorschläge sehen strengere Kapitalanforderungen auch an hybrides Kernkapital vor

Gemäß dem jüngsten Vorschlag sollen zukünftig deutlich höhere aufsichtsrechtliche Eigenkapitalquoten gelten:

	Bisher	Neu
Common Equity Ratio (hartes Kernkapital)	2%	4,5%
Tier 1 Ratio (hartes Kernkapital + Hybridkapital)	4%	6%
Total Capital Ratio	8%	8%
Capital Conservation Buffer (ausschließlich Common Equity)	0%	2,5%
Countercyclical Buffer (Common Equity oder anderes voll verlusttragendes Kapital)	0%	0%-2,5%

Quelle: BIS

Letztlich bedeutet die Kombination von Common Equity Ratio und Capital Conservation Buffer, dass Banken hartes Kernkapital in Höhe von mindestens 7% ihrer risikogewichteten Aktiva vorhalten müssen. Sollte die Aufsicht zusätzlich einen Countercyclical Buffer verhängen, kann dieser entweder durch zusätzliches Common Equity oder auch durch anderes voll verlusttragendes Kapital (Hybridkapital, welches die neuen strengeren Kriterien erfüllt) abgedeckt werden. Im Hinblick auf die Ausübung der Kündigungsoptionen plädiert der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht grundsätzlich dafür, deren Ausübungsmöglichkeiten über aufsichtliche Arrangements strikter zu regulieren. Diese sollen sicherstellen, dass eine Bank nur dann eine Kündigungsoption ausübt, wenn dies im eigenen ökonomischen Interesse ist. Zudem soll eine Kündigungsoption nur ausgeübt werden, wenn die Bank das gekündigte Kapitalinstrument durch Kapital der gleichen oder besseren Qualität zu ersetzen vermag und ihre Kapitalquoten deutlich oberhalb der aufsichtsrechtlich geforderten Mindestquoten liegen.

Mit Blick auf die neuen Basel III-Vorschläge findet sich in der Dokumentation der Tier-1-Transaktion die Aussage, dass die Wahrscheinlichkeit einer frühzeitigen Rückzahlung durch die konkreteren Vorschläge im Hinblick auf Basel III signifikant zugenommen habe. Im Falle einer vorzeitigen Rückzahlung der Tier-1-Anleihe erhalten die Gläubiger keine Vorfälligkeitsentschädigung oder sonstige Kompensationen.

Wann werden keine Zinsen auf die Tier-1-Anleihen gezahlt?

Allgemein formuliert: Die Verpflichtung der Emittentin zur Leistung von Zinszahlungen und Rückzahlung hängt von der Finanz- und Ertragslage der Dt. Hypo ab - jeweils für Gewinnzeiträume vom 1. Januar bis zum 31. Dezember jedes Jahres und auf Basis der Rechnungslegungsvorschriften des deutschen Handelsgesetzbuches (HGB). Wie muss die Finanz- und Ertragslage aussehen, damit Zins und Rückzahlung gewährleistet sind? Hierbei spielen zwei Größen die zentrale Rolle: *Maßgeblicher Gewinn* und *Bilanzverlust*.

Finanz- und Ertragslage bestimmt, ob Zinsen gezahlt werden

Es erfolgt **keine** jährliche Gewinnbeteiligung, das heißt Kuponzahlung werden **nicht** gezahlt,

- (1) „falls und insoweit eine solche Zahlung dazu führen würde, dass für das Geschäftsjahr der Bank, auf das sich die maßgebliche Gewinnperiode bezieht, ein negativer Maßgeblicher Gewinn entstehen oder erhöht werden würde“.

Maßgeblicher Gewinn (Verlust) ist der nach deutschem Handelsgesetzbuch (HGB) ermittelte Jahresüberschuss (Jahresfehlbetrag) der Dt. Hypo auf Basis des nicht konsolidierten Jahresabschlusses für die entsprechende Gewinnperiode, zuzüglich Entnahmen aus den anderen Gewinnrücklagen abzüglich eines etwaigen Verlustvortrages aus dem Vorjahr und dem Betrag, der gemäß § 300 AktG in die gesetzliche Rücklage einzustellen ist. Beim Maßgeblichen Gewinn sind nur jene Gewinnrücklagen berücksichtigt, die während der Dauer des Beteiligungsvertrages gebildet worden sind, das heißt seit Auflegung der Tier-1-Anleihe.

- (2) „falls der Buchwert der Stillen Einlage aufgrund von Verlusten der Bank in Vorjahren unter den Einlagennennbetrag herabgesetzt und noch nicht vollständig durch in Folgejahren angefallene Gewinne aufgefüllt wurde.“
- (3) „wenn zu irgendeinem Zeitpunkt vor Auszahlung der Gewinnbeteiligung ein Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen der Bank aus Gründen der drohenden oder bestehenden Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung gestellt wurde oder die BaFin die ihr verliehenen Befugnisse gemäß §§ 45, 46, 46a und 47 KWG bzw. entsprechender Nachfolgebestimmungen ausgeübt hat“.
- (4) „falls die Gesamtkennziffer der Bank auf Institutsebene unter 9% liegt, sofern die Zahlung der Gewinnbeteiligung zu einem Jahresfehlbetrag (gemäß HGB) in dem Geschäftsjahr der Bank, auf das sich die maßgebliche Gewinnperiode bezieht, führen oder diesen erhöhen würde.“ (S. 63)

Punkt (4) bedeutet, dass eine Kuponzahlung auf die Tier-1-Anleihe erfolgt, wenn ein Jahresgewinn vorhanden ist, der sich nicht durch die Kuponzahlung in einen Jahresverlust verwandelt – unabhängig von der Höhe der Gesamtkapitalquote der Dt. Hypo. Sollte die Dt. Hypo eine Gesamtkapitalquote von weniger als 9% aufweisen, dann erfolgt eine Kuponzahlung, sofern hierdurch nicht ein Jahresfehlbetrag entsteht oder hierdurch vergrößert wird.

Neben der Möglichkeit, dass ein Kupon für eine oder mehrere Perioden nicht gezahlt wird, besteht auch die Möglichkeit, dass der Zinssatz reduziert wird, wenn die gezahlte Gewinnbeteiligung geringer ausfällt als die maximale Gewinnbeteiligungszahlung.

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) kann Zinszahlungen auf Stille Beteiligungen, die sich als Kernkapital qualifizieren, verbieten oder beschränken, soweit solche Zahlungen nicht durch einen aktuellen Jahresüberschuss gedeckt sind.

Werden Gläubiger für nicht vorgenommene Zinszahlungen entschädigt?

Gewinnbeteiligungszahlungen (Kuponzahlungen) sind nicht kumulativ, das heißt sie werden in den Folgejahren nicht erhöht gezahlt, um auf diesem Weg eine Kompensation für entgangene Zinszahlungen zu erzielen.

Zinszahlungen sind nicht kumulativ

Wann kommt es zu einer niedrigeren Rückzahlung bzw. Kapitalherabsetzung?

Im Falle eines Bilanzverlusts der Dt. Hypo nehmen die Gläubiger der Tier-1-Anleihe am Bilanzverlust quotial, das heißt im Verhältnis des Buchwerts der Stillen Einlage zum Gesamtbuchwert aller am Verlust teilnehmenden Haftkapitalanteile der Bank (Beteiligungen in Form Stillen Einlagen, Genussrechte oder Genussschein und Grundkapital), teil und der Nennbetrag (Buchwert) der Stillen Einlage wird um den auf sie entfallenden Anteil am Bilanzverlust herabgesetzt. Nach einer Herabsetzung werden künftige Bilanzgewinne dazu verwendet, den Buchwert der Stillen Einlage wieder bis zur Höhe des ursprünglichen Nennbetrages zu erhöhen - solange dies nicht vollumfänglich geschehen ist, werden keine Zinszahlungen vorgenommen. Sollte die Anleihe zuvor „fällig“ werden, wird nur ein Betrag in Höhe des handelsrechtlichen Buchwerts der Stillen Einlage zurückgezahlt, so dass der Rückzahlungsbetrag unterhalb des Nennbetrages liegen kann.

Kapitalherabsetzung im Falle eines Bilanzverlusts

Bilanzverlust (Bilanzgewinn) leitet sich aus dem Jahresüberschuss (Jahresfehlbetrag) ab, der um einen aus dem vorangegangenen Geschäftsjahr vorgetragenen Gewinn (Verlust) sowie um Entnahmen aus den Kapital- und Gewinnrücklagen und Einstellungen in die Gewinnrücklagen sowie Entnahmen aus und die Wiederauffüllung des Genussrechtskapitals angepasst wurde. Im Unterschied zur Definition des Maßgeblichen Gewinns wird bei jener des „Bilanzverlusts/-gewinns“ nicht darauf abgestellt, dass nur jene Gewinnrücklagen berücksichtigt werden können, die während der Dauer des Beteiligungsvertrages angesammelt worden sind.

Damit hat aus unserer Sicht die Dt. Hypo einen größeren „politischen Spielraum“ einen Bilanzverlust durch Auflösung von Rücklagen zu verhindern, vorausgesetzt es existieren derartige Rücklagen.

Ist die Dt. Hypo verpflichtet, Rücklagen oder stille Reserven aufzulösen?

Die Dt. Hypo ist nicht verpflichtet, Rücklagen oder stille Reserven aufzulösen, um einen Bilanzverlust zu vermeiden. Es dürfte aber durchaus im Interesse der Dt. Hypo sein, dies aus Reputationsgründen zu tun, um den künftigen Zugang zu dieser Kapitalquelle nicht zu gefährden.

Welche Bedeutung hat die Patronatserklärung der NORD/LB für die Tier-1-Transaktion der Dt. Hypo?

Formal keine. Im Hinblick auf den „Test“ - die Ermittlung des Maßgeblichen Gewinns/ -verlust beziehungsweise Bilanzgewinns/ -verlusts - hat die Patronatserklärung keinen Einfluss.

Welche Rangigkeit haben die Gläubiger der Tier-1-Anleihe im Insolvenzfall?

Im Falle der Insolvenz oder Liquidation der Dt. Hypo gehen die Ansprüche der Gläubiger der Tier-1-Anleihe allen nicht-nachrangigen und nachrangigen Gläubigern (einschließlich Gewinnbeteiligungsrechte in Form von Genussscheinen und ggf. anderer Kapitalinstrumente des Ergänzungskapitals) nach. Sie sind gleichrangig mit anderen, bestehenden oder künftigen Gewinnbeteiligungen in Form von Stillen Einlagen sowie anderen Kernkapitalinstrumenten, die gleichrangig mit Stillen Gesellschaften sind. Vorrangig sind die Ansprüche nur gegenüber Forderungen von Anteilseignern der Bank (Anteile am Grundkapital).

Wie ist die Tier-1-Anleihe geratet?

Die Emittentin selbst - Charlottenburg Capital International S.à.r.l. & Cie SECS - besitzt kein Rating. Die Tier-1-Anleihe wird von Moody's aktuell mit einem Rating von Baa3 (negativer Ausblick) benotet. Die Dt. Hypo wird von Moody's derzeit mit einem Langfrustrating in Höhe von A1 (negativer Ausblick), einem Kurzfrustrating von P-1 und einem BFSR von D+ (negativer Ausblick) bewertet. Sollte das BFSR der Dt. Hypo um eine weitere Stufe gesenkt werden, dann dürfte dies auch negative Konsequenzen für die Bewertung der Tier-1-Anleihe haben.

**Rating der Tier-1-Anleihe:
Baa3 (negativer Ausblick)**

DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK: FINANZ- UND ERTAGSLAGE

Nachfolgend kommentieren wir die jüngsten Geschäftszahlen der Dt. Hypo zum ersten Halbjahr 2010, die auf den Rechnungslegungsvorschriften gemäß IAS/IFRS basieren (siehe hierzu auch unser Strategie Credits Daily vom 3. September 2010). Wie schon ausgeführt, ist für die Tier-1-Transaktion jedoch die Finanz- und Ertragslage ausschließlich auf Basis des HGB maßgeblich. Aus diesem Grund geben wir abschließend die Entwicklung des Erfolgsausweises der Dt. Hypo für den Zeitraum 2007 bis 2009 auf Basis der Rechnungslegungsvorschriften gemäß HGB in tabellarischer Form wieder.

Kommentierung des Halbjahresergebnisses 2010

Die Deutsche Hypothekenbank (Dt. Hypo), eine 100%-Tochter der NORD/LB, hat im ersten Halbjahr 2010 einen Konzerngewinn in Höhe von 5,9 Mio. Euro erzielt, der um 63% niedriger ausgefallen ist als im entsprechenden Vorjahreszeitraum.

GUV-DATEN

Mio. Euro	H1 2010	H1 2009	J/J
Zinsergebnis	88,7	21,3	>100%
Provisionsergebnis	8,4	6,2	35%
Finanzanlageergebnis	-0,9	-29,2	n.a.
Ergebnis aus Fair-Value-Finanzinstrumenten (inkl. Hedge Accounting)	-24,8	41,4	n.a.
Sonstige betriebliche Erträge	1,5	1,3	15%
Ergebnis aus rückerworbenen Schuldverschreibungen	1,2	34,9	-97%
Operative Erträge*	72,9	41,0	78%
Betriebliche Aufwendungen	32,6	24,8	31%
Betriebsergebnis vor Risikovorsorge	40,3	16,2	149%
Risikovorsorge	29,9	25,7	16%
Konzernergebnis	5,9	15,8	-63%

Quelle: Deutsche Hypo; DZ BANK; *ohne Ergebnis aus rückerworbenen Schuldverschreibungen

Trotz eines deutlich gestiegenen Zinsergebnisses, worin sich neben dem Bestandszuwachs und der Margenverbesserung im Immobilienfinanzierungsgeschäft insbesondere der Wegfall von Sonderbelastungen in der Vergleichsperiode widerspiegelt, und eines verbesserten, nahezu ausgeglichenen Finanzanlageergebnisses hat sich der Gewinn (nach Steuern) verringert.

Zinsergebnis deutlich gestiegen, aber...

Mehrere Faktoren sind hierfür ursächlich: Aufgrund von Ausweitungen der Credit-Spreads im Kreditderivateportfolio ist das Ergebnis aus zum Fair Value bewerteten Finanzinstrumenten und Hedge Accounting um 66,1 Mio. Euro gesunken und hat sich in einen Bewertungsverlust gedreht. Auch das Ergebnis aus rückerworbenen Schuldverschreibungen hat deutlich geringere Beiträge als in der Vergleichsperiode eingespielt. Zudem führte die Ausweitung des Personalbestands und die Inan-

... Fair-Value-Finanzinstrumente belasten Gesamtergebnis deutlich

spruchnahme externer Berater dazu, dass sich der Verwaltungsaufwand recht deutlich um 31% erhöhte.

Der Anstieg der Risikovorsorge um 16% ist auf Zuführungen für Immobilienkreditengagements vor allem in den UK und den USA zurückzuführen und ist weniger stark angestiegen als befürchtet. Die Tier-1-Quote hat sich im Vergleich zur Vorperiode um 0,3 Prozentpunkte auf 6,5% verringert. Während sich das Eigenkapital im Wesentlichen wegen Veränderungen der AfS-Bewertung um 16% reduzierte, haben die durchgeführten Kapitalmaßnahmen vor allem das Nachrangkapital gestärkt und zu einer höheren Gesamtkapitalquote geführt.

Das Neugeschäft in der Immobilienfinanzierung, das vorrangig im gewerblichen Bereich und mehrheitlich im Inland getätigt wurde, hat sich um 58% auf 679 Mio. Euro erhöht. Unter Berücksichtigung der Übertragung von Darlehensbeständen der NORD/LB auf die Dt. Hypo im Umfang von 1,3 Mrd. Euro ist der Bestand an Immobilienfinanzierungen um 21,2% auf 11,2 Mrd. Euro angestiegen. Im Staatskreditgeschäft kommt die Bank auf ein Neugeschäftsvolumen von 1,3 Mrd. Euro, das um 370 Mio. Euro unterhalb des Wertes der Vergleichsperiode, aber in etwa auf dem Niveau des ersten Halbjahres 2008 liegt. Im Berichtszeitraum wurde kein Neugeschäft mit europäischen Peripherieländern durchgeführt. Die Schwerpunkte lagen im deckungsmassefähigen Staatskreditgeschäft mit Ländern wie Frankreich und den Niederlande sowie im inländischen klassischen Kommunalkreditgeschäft.

Die Bank nahm den Kapitalmarkt via Schuldtitel im Volumen von 3,8 Mrd. Euro in Anspruch; davon entfielen auf Pfandbriefe 2,1 Mrd. Euro. Nach eigenen Angaben hat sich das barwertige Refinanzierungsrisiko infolge der vorgenommenen Kapitalmarktrefinanzierung und einer weitestgehend fristenkongruenten Refinanzierung des Neugeschäfts verringert.

BILANZDATEN

Mrd. Euro	H1 2010	H1 2009	J/J
Bilanzsumme	37,2	35,4	5%
Forderungen an Kreditinstitute	3,9	4,0	-3%
Forderungen an Kunden	18,2	16,8	8%
Wertpapiere (Finanzanlagen)	12,3	12,1	2%
Verbindlichkeiten Kreditinstitute	7,0	6,6	6%
Verbindlichkeiten Kunden	10,9	10,4	5%
Verbriefte Verbindlichkeiten	15,4	15,5	-1%
Tier-1-Quote (in %)	6,5	6,8	
Gesamtkapitalquote (in %)	9,9	9,1	

Quelle: Deutsche Hypo

Im Rahmen ihrer Ergebnisprognose für das Gesamtjahr 2010 geht die Dt. Hypo davon aus, dass weitere Übertragungen von Darlehen der NORD/LB den Zinsüberschuss positiv, die geplanten zusätzlichen Kapitalmaßnahmen diesen negativ beeinflussen werden. Insgesamt wird erwartet, dass der Anstieg des Zinsüberschusses zukünftig moderater ausfallen dürfte, zumal die eingetretenen Entlastungseffekte im

Entwicklung der Risikovorsorge unter Plan

Bestand an Immobilienfinanzierungen steigt kräftig

Barwertige Refinanzierungsrisiko gesunken

Dt. Hypo erwartet positives Ergebnis 2010

Fristentransformationsergebnis - die Refinanzierungskosten haben sich wieder deutlich reduziert - sich nicht im gleichen Ausmaß fortsetzen werden. Für die Risikovor-sorge und den Verwaltungsaufwand erwartet sie eine Entwicklung nach Planvorgaben. Unter dem Strich hegt die Dt. Hypo die Erwartung eines positiven Vorsteuerer-gbnisses.

Nach Bekanntgabe der Zahlen hat Moody's das Finanzstärkerating der Bank von C- auf D+ gesenkt. Die Herabstufung begründet die Agentur angesichts der auf 6,5% gefallen Tier-1-Quote mit Sorgen um die Fähigkeit der Bank, mögliche zukünftige Verluste aus dem umfangreichen Gewerbeimmobilienexposure tragen zu können. Gerade dieser Markt könne eine weitere Kreditqualitätsverschlechterung erfahren und eine Quelle größerer Verluste darstellen. Hinzu kämen die verschlechterte Kreditqualität des Exposures gegenüber der öffentlichen Hand und die anhaltende Volatilität an den Creditmärkten. Das Langfristrating wurde hingegen aufgrund der Zugehörigkeit zum NORD/LB-Konzern und der Unterstützungsmechanismen der Sparkassen Finanzgruppe bei A1 bestätigt, der Ausblick jedoch mit Verweis auf den negativen Ausblick für das Finanzstärkerating der Mutter NORD/LB auf negativ gesenkt. Sollte letzteres herabgestuft werden, könnte dies dazu führen, dass auch das Langfristrating der Dt. Hypo gesenkt werde.

Moody's hat Finanzstärkerating auf D+ gesenkt

Unsere Einschätzung

Das Jahresergebnis 2010 auf Basis von IAS/IFRS wird im Wesentlichen von Spreadveränderungen als auch von der Entwicklung der Aktivaqualität und damit des Risikovor-sorgebedarfs beeinflusst sein. Es sind inzwischen weniger die Liquiditätsaspekte oder Refinanzierungsrisiken, die den deutschen etablierten Pfandbriefemittenten angesichts der Stabilität der Pfandbriefspreads Sorgen bereiten dürften – zumindest was die gedeckte Refinanzierung anbelangt. Eher ist es die Kapitalausstattung. Diesbezüglich werten wir die doch recht dünne Kapitalausstattung der Dt. Hypo kritisch, die eine Tier-1-Quote wie zu alten (Vorkrisen)Zeiten aufweist. Dem kann entgegengehalten werden, dass die Dt. Hypo, anders als zum Beispiel der mit einer deutlich höheren Kernkapitalquote ausgestattete Konkurrent, Aareal Bank, in einen Bankkonzern eingebunden ist und bei Kapitalengpässen, so sie denn eintreten sollten, mit Unterstützung durch die Mutter rechnen dürfte. Doch auch die NORD/LB ist auf der Suche nach Kapital, und Maßnahmen zur Kapitalgenerierung dürften bei ihr weit oben auf der Agenda stehen, so dass der Verweis auf den Bankkonzern zwar richtig, aber auch ein stückweit relativiert werden muss. Wie anhand der anstehenden Tier-1-Transaktionen zu sehen ist, unternimmt die Dt. Hypo Anstrengungen, die Kapitalisierung zu stärken. Angesichts des geplanten Umfangs der von der NORD/LB auf die Dt. Hypo zu übertragenden Darlehensbestände und mit Blick auf Basel III werden weitere Kapitalisierungsmaßnahmen notwendig und zu erwarten sein.

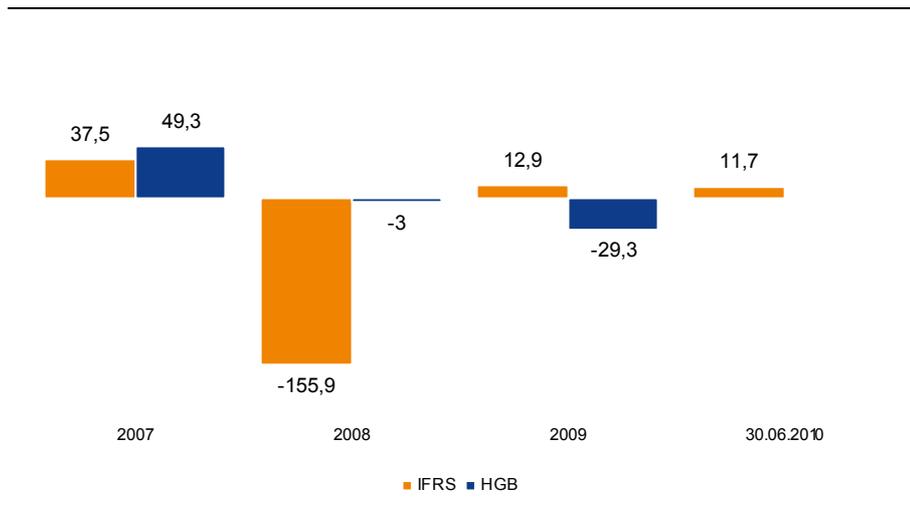
Kapitalmanagement gehört zu den wichtigsten Aufgaben

Die Bonität der Dt. Hypo wird vornehmlich durch jene der NORD/LB bestimmt - anders ist auch das relativ gute Langfristrating von Moody's für die Dt. Hypo nicht zu erklären. Überrascht hat uns das recht stramme Staatskreditneugeschäft der Dt. Hypo, sind hier doch andere Pfandbriefemittenten, wie zum Beispiel die Berliner Hyp, deutlich auf die Bremse getreten. Bei wieder anderen Banken wird dieses Geschäftssegment gar ganz auf den Prüfstand gestellt. Den nächsten Einblick in ihre Bücher wird die Dt. Hypo Anfang 2011 gewähren, wenn der Jahresbericht vorgelegt wird - Quartalszahlen werden von der Bank nicht veröffentlicht.

Jahresergebnisse der Dt. Hypo auf HGB-Basis

Wie unterschiedlich die Ergebnisse auf HGB-Basis im Vergleich zu jenen nach Maßgabe von IAS/IFRS ausfallen können, zeigt folgende Grafik zu den Ergebnissen vor Steuern von 2007 bis 30. Juni 2010 - für das erste Halbjahr 2010 liegen keine Vergleichszahlen auf HGB-Basis vor.

ERGEBNIS VOR STEUERN IN MIO. EURO



Quelle: Dt. Hypo

GUV-DATEN

in Mio Euro	2007	2008	2009	J/J
Zinsergebnis	84,6	95,1	113,5	19,3%
Provisionsergebnis	6,0	9,4	16,7	77,7%
Sonstiges betriebliches Ergebnis	24,3	37,3	7,0	-81,2%
Teilbetriebsergebnis	114,9	141,8	137,2	-3,3%
Betriebliche Aufwendungen	38,7	42,9	62,0	44,5%
Ergebnis vor Risikovorsorge	76,2	98,9	75,2	-24,0%
Risikovorsorge	26,9	98,4	104,5	6,2%
Ergebnis nach Risikovorsorge	49,3	0,4	-29,3	n.a.

Quelle: Dt. Hypo, DZ BANK

2009 betrug das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit -29,3 Mio. Euro. Aufgrund eines Gewinnvortrags aus 2008 über 0,6 Mio. Euro und Entnahmen aus den Gewinnrücklagen in Höhe von 32 Mio. Euro betrug der Bilanzgewinn rund 0,5 Mio. Euro.

IMPRESSUM

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Thomas Ullrich, Frank Westhoff
Verantwortlich: Stefan Bielmeier, 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 2010
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

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 Emittentin 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 Portfolioverwalter 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 ge covert 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. Im Falle von Aktienresearch geschieht dies in Kooperation mit Auerbach Grayson and Company, Inc., ein in den USA registrierter Broker-Dealer („Auerbach“). Die Verteilung an US Investoren erfolgt entweder durch Auerbach, entsprechend der Vorschriften der „Financial Industry Regulatory Authority“ der USA oder direkt durch die DZ BANK an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6. Im Falle einer direkten Verteilung durch die DZ BANK ist es ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei Auerbach platziert werden. Sie erreichen Auerbach in der 25 West 45th Street, New York, NY 10036, 212-557-4444. 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 1d) 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 Fair Value-Werte / 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 berechnigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Fair Value-Wert / Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen Fair Value-Werte / 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.

FIXED INCOME RESEARCH: VERÄNDERTE ANLAGEURTEILE DER LETZTEN 12 MONATE

ABN AMRO BANK NV	02.07.2010	Marketperformer	Iberdrola S.A.	22.10.2009	Marketperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	03.03.2010	Outperformer	JPMORGAN CHASE & CO	30.04.2010	Marketperformer
ArcelorMittal S.A.	10.12.2009	Outperformer	JPMORGAN CHASE & CO	19.04.2010	Underperformer
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	11.05.2010	Marketperformer	KINGDOM OF BELGIUM	08.10.2009	Marketperformer
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	01.03.2010	Underperformer	KINGDOM OF SPAIN	05.11.2009	Marketperformer
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	26.02.2010	Marketperformer	Koninklijke KPN NV	04.11.2009	Marketperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	11.05.2010	Outperformer	LANDESBANK BADEN-WUERTTEMBERG	04.03.2010	Marketperformer
BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA	05.05.2010	Outperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	01.03.2010	Outperformer
BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA	11.02.2010	Underperformer	Linde AG (The Linde Group)	19.03.2010	Outperformer
BANCO ESPIRITO SANTO	04.05.2010	Outperformer	Linde AG (The Linde Group)	10.12.2009	Marketperformer
BANCO POPULAR ESPANOL	11.05.2010	Outperformer	MEDIOBANCA SPA	01.03.2010	Marketperformer
BANCO POPULAR ESPANOL	26.01.2010	Underperformer	MORGAN STANLEY	22.07.2010	Outperformer
BANCO SANTANDER SA	11.05.2010	Outperformer	MORGAN STANLEY	30.04.2010	Marketperformer
BANK OF AMERICA CORP	30.04.2010	Marketperformer	MORGAN STANLEY	19.04.2010	Underperformer
BANK OF AMERICA CORP	19.04.2010	Underperformer	Maxingvest AG (Tchibo)	10.12.2009	Marketperformer
BANK OF IRELAND	04.03.2010	Outperformer	Merck KGaA	28.04.2010	Marketperformer
BANQUE FED. DU CREDIT MUTUEL	02.08.2010	Marketperformer	NORD/LB	04.03.2010	Marketperformer
BANQUE FED. DU CREDIT MUTUEL	01.03.2010	Marketperformer	NORDEA BANK AB	11.05.2010	Underperformer
BARCLAYS BANK PLC	16.02.2010	Marketperformer	NORDEA BANK AB	01.03.2010	Outperformer
BASF SE	25.02.2010	Marketperformer	NORDEA BANK AB	10.02.2010	Underperformer
BNP PARIBAS	11.05.2010	Underperformer	OTP BANK PLC	11.05.2010	Outperformer
BNP PARIBAS	05.05.2010	Outperformer	OTP BANK PLC	13.11.2009	Underperformer
BNP PARIBAS	17.02.2010	Marketperformer	POHJOLA BANK PLC	11.05.2010	Underperformer
Bayerische Mot. Werke AG	15.12.2009	Outperformer	POHJOLA BANK PLC	01.03.2010	Outperformer
Bayerische Mot. Werke AG	04.11.2009	Marketperformer	POHJOLA BANK PLC	12.10.2009	Marketperformer
Bayerische Mot. Werke AG	06.10.2009	Outperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	01.04.2010	Outperformer
Bosch GMBH	15.12.2009	Outperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	05.11.2009	Marketperformer
CREDIT AGRICOLE SA	11.11.2009	Marketperformer	Portugal Telecom	10.05.2010	Outperformer
CREDIT MUTUEL ARKEA	21.06.2010	Marketperformer	Portugal Telecom	06.05.2010	High Volatility
CZECH REPUBLIC	16.06.2010	Outperformer	RABOBANK NEDERLAND	04.03.2010	Underperformer
Casino Guich.-Perr. S.A.	04.02.2010	Marketperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	13.04.2010	Marketperformer
Casino Guich.-Perr. S.A.	16.11.2009	Outperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	15.12.2009	Underperformer
Continental AG	08.01.2010	Marketperformer	REPUBLIC OF CROATIA	15.09.2010	Underperformer
DANSKE BANK A/S	04.02.2010	Underperformer	REPUBLIC OF CROATIA	16.06.2010	Outperformer
DEUTSCHE BANK AG	05.02.2010	Marketperformer	REPUBLIC OF IRELAND	08.10.2009	Outperformer
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	04.03.2010	Marketperformer	REPUBLIC OF LATVIA	17.03.2010	Outperformer
DNB NORBANK ASA	11.05.2010	Underperformer	REPUBLIC OF LITHUANIA	16.06.2010	Outperformer
DNB NORBANK ASA	01.03.2010	Outperformer	REPUBLIC OF LITHUANIA	17.03.2010	Marketperformer
DNB NORBANK ASA	11.02.2010	Marketperformer	REPUBLIC OF POLAND	15.09.2010	Marketperformer
DNB NORBANK ASA	22.10.2009	Outperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	15.09.2010	Underperformer
Daimler AG	28.04.2010	Outperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	03.11.2009	Marketperformer
Deutsche Bahn AG	03.08.2010	Underperformer	REPUBLIC OF TURKEY	15.09.2010	Marketperformer
Deutsche Post AG	10.03.2010	Marketperformer	REPUBLIC OF TURKEY	18.12.2009	Outperformer
Deutsche Post AG	10.12.2009	Outperformer	ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC	25.01.2010	Outperformer
ERSTE GROUP BANK AG	26.02.2010	Marketperformer	RWE AG	06.09.2010	Marketperformer
ERSTE GROUP BANK AG	15.12.2009	Underperformer	RWE AG	20.11.2009	Underperformer
ERSTE GROUP BANK AG	30.10.2009	Outperformer	SEB AB	11.05.2010	Marketperformer
Electricité de France (E.D.F.)	12.11.2009	Underperformer	SEB AB	28.04.2010	Outperformer
EnBW	06.09.2010	Marketperformer	SEB AB	21.10.2009	Underperformer
EnBW	30.07.2010	Underperformer	SNS BANK NEDERLAND	11.11.2009	Marketperformer
EnBW	13.11.2009	Marketperformer	SOCIETE GENERALE	18.02.2010	Marketperformer
Enel S.p.A.	17.09.2009	Outperformer	SVENSKA HANDELSBANKEN	11.05.2010	Underperformer
FEDERAL REP OF GERMANY	05.11.2009	Underperformer	SVENSKA HANDELSBANKEN	01.03.2010	Outperformer
France Telecom	29.07.2010	Underperformer	SVENSKA HANDELSBANKEN	18.02.2010	Marketperformer
France Telecom	29.04.2010	Marketperformer	Sanofi-Aventis S.A.	02.08.2010	Underperformer
France Telecom	16.12.2009	Underperformer	Sanofi-Aventis S.A.	11.02.2010	Marketperformer
Fresenius SE	24.02.2010	Marketperformer	Telecom Italia S.p.A.	14.04.2010	Outperformer
GDF SUEZ S.A.	11.08.2010	Outperformer	Telecom Italia S.p.A.	25.03.2010	temporary removed
GDF SUEZ S.A.	22.07.2010	Underperformer	Telecom Italia S.p.A.	01.10.2009	Outperformer
GOLDMAN SACHS GROUP INC	16.07.2010	Outperformer	Telekom Austria	16.12.2009	Marketperformer
GOLDMAN SACHS GROUP INC	30.04.2010	Marketperformer	TeliaSonera	20.05.2010	Marketperformer
GOLDMAN SACHS GROUP INC	19.04.2010	Underperformer	TeliaSonera	16.12.2009	Underperformer
GOLDMAN SACHS GROUP INC	22.01.2010	Outperformer	TeliaSonera	01.10.2009	Marketperformer
HELLENIC REPUBLIC	08.10.2009	Outperformer	ThyssenKrupp AG	12.02.2010	Marketperformer
HSBC HOLDINGS PLC	11.05.2010	Underperformer	UNICREDIT SPA	11.05.2010	Marketperformer
HSBC HOLDINGS PLC	01.03.2010	Marketperformer	UNICREDIT SPA	01.03.2010	Underperformer
HYPO REAL ESTATE HLDG AG	30.03.2010	Underperformer	Vattenfall AB	17.12.2009	Underperformer
ING BANK NV	17.02.2010	Marketperformer	Veolia Environnement S.A.	10.05.2010	Underperformer
INTESA SANPAOLO SPA	01.03.2010	Marketperformer	Veolia Environnement S.A.	17.12.2009	Outperformer
ITALIAN REPUBLIC	01.04.2010	Marketperformer	Volkswagen AG	20.07.2010	Outperformer
Iberdrola S.A.	10.05.2010	Outperformer	Volkswagen AG	30.04.2010	Marketperformer

VERANTWORTLICH

Oliver Piquardt	Leiter Credit Research Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 33 72	oliver.piquardt@dzbank.de
-----------------	-----------------------------------	-----------------------------	---------------------------

AUTOR(EN) UND ERSTELLER

Jörg Birkmeyer ,CEFA	Analyst Financial Institutions	+49 - (0)69 - 74 47 - 27 19	joerg.birkmeyer@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	NN	
	Gruppenleiter Sales Institutionelle Deutschland	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 18 36	Thorsten Götzel	
	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	
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 Meta und Mittelstand Direktkunden Nord	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 43 54	Klaus Langer	
Consulting / Advisory	Gruppenleiter Derivate	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel	
	Gruppenleiter Meta und Mittelstand Direktkunden Süd	+ 49 – (0)69 – 7447 – 44 26	Evelyne Thiessen	
	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis	
	Gruppenleiter Liquidität Verbund	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 12 16	Marianne Höhler	
Treasury	Gruppenleiter Retailclients Nord	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 71 26	Jörg Hartmann	
	Gruppenleiter Retailclients Süd	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 47 31	Ralph Posselt	
	Gruppenleiter Vertrieb Produktlösungen	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 36 7	Markus Reitmeier	
Banken Retail Clients	Gruppenleiter Handel Zinsprodukte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 68 20	Samuel Siegmann	
	Capital Markets International Clients	Bereichsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 99 09 9	Frank Scheidig
	Sales Europa	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	N.N.	
	Gruppenleiter Zentral- und Osteuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 41 0	Christoph Ott	
Sales Asien	Abteilungsleiter	+ 65 – 65 80 – 16 28	Mahmood Jumabhoy	
	Gruppenleiter Nordasien	+ 85 2 – 28 64 – 33 18	Chin Yee Aw	
	Gruppenleiter Südasiens	+ 65 – 65 80 – 16 28	Anand Subramanian	
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 Poersche	