

Unternehmensanleihen

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Methodenansatz Credit Research Corporates

- » Das Credit-Research Corporates der DZ Bank richtet sich an die Volks- und Raiffeisenbanken, institutionelle Kunden im In- und Ausland sowie Zentralbanken; die Weitergabe sowie jedwede Zugänglichmachung, gleich auf welche Weise, an natürliche und juristische Personen sowie sonstige Institutionen mit Wohn- und / oder Geschäftssitz in den Vereinigten Staaten von Amerika (USA) sind unzulässig und untersagt. Für Privatkunden ist es grundsätzlich nicht geeignet.
- » Unter dem Begriff „**Corporates**“ werden Unternehmen (ohne Banken und Versicherungen) zusammengefasst. Innerhalb des DZ Bank Credit-Research Corporates werden im Rahmen der „**Masterliste Unternehmensanleihen**“ Anleihen von Unternehmen hauptsächlich aus Kern-Europa aber auch aus dem außereuropäischen Ausland betrachtet und analysiert. Für die erstrangig unbesicherten (senior unsecured) Anleihen dieser Emittenten sprechen wir eine Anlageempfehlung aus.
- » Der Begriff „**Anleihen**“ bezieht sich dabei und auch in den nachfolgenden Ausführungen ausschließlich auf **in Euro denominierte festverzinsliche unbesicherte vorrangige (Senior Unsecured) Anleihen** des jeweiligen Emittenten.
- » Die Analyse der Anleihen von Corporates setzt sich im Wesentlichen aus zwei Teilen zusammen: Der Bonitätsbeurteilung des Emittenten sowie darauf aufbauend einer Einschätzung der relativen Attraktivität der jeweiligen Anleihen unter zusätzlicher Berücksichtigung der anleihespezifischen und unternehmensspezifischen Risiken sowie der erwarteten Gesamtmarktentwicklung. Dabei wird ausschließlich auf die von uns erwartete Entwicklung des Creditspreads (Asset Swap Spread) von in Euro denominierten unbesicherten festverzinslichen Anleihen abgestellt; Einschätzungen zu Fremdwährungsanleihen ebenso wie zur Entwicklung der Zinsstrukturkurve finden hingegen keinen Eingang in unsere Empfehlungen.
- » **Unsere Analysen beinhalten kein Credit Rating im Sinne der Verordnung (EU) 1060/2009 vom 16. September 2009 über Rating Agenturen.**

ANLEIHEN

Fertiggestellt:
13.2.2020 13:23 Uhr

www.research.dzbank.de
Bloomberg DZBR <GO>

Ersteller/in:
Monica Fernandez, CEFA, ANALYSTIN
+49 69 7447-90927
monica.fernandez@dzbank.de

THEORETISCHE BASIS

Unsere Anlageempfehlungen für Anleihen beruhen auf unserer Einschätzung zur Entwicklung der Asset Swap Spreads der Anleihen der jeweiligen Emittenten relativ zum Gesamtmarkt.

Anlageempfehlungen beruhen auf ASW relativ zum Gesamtmarkt

Asset Swap Spread (ASW)

Bei einem Asset Swap wird eine festverzinsliche Anleihe mit einem Zinsswap kombiniert und auf diese Weise eine quasi zinsrisikolose Anleihe synthetisch gebildet. Die Rendite dieser Anleihe lässt sich als einen Aufschlag über der relevanten Zinskurve, bei Euro-Anleihen der Euribor-Kurve, angeben. Dieser Aufschlag stellt den Credit-spread dar und ist ein Indikator für das Kreditrisiko dieser Anleihe.

ÜBERGEORDNETE FAKTOREN

Bei der Einzelwertanalyse im Credit-Research berücksichtigt der Analyst neben der – weiter unten beschriebenen – emittentenspezifischen Analyse auch übergeordnete Aspekte. Dabei geht es um Einflussfaktoren allgemeiner Art, die die Bonität eines Emittenten und die abzuleitende Anlageempfehlung beeinflussen können. Der für den betreffenden Emittenten zuständige Analyst berücksichtigt entsprechend diese Einflussfaktoren bei der Analyse der einzelnen Anleihen, damit die Einschätzungen und Empfehlungen des DZ BANK Research auf identischen Voraussetzungen basieren und in sich konsistent sind.

Übergeordnete Faktoren werden berücksichtigt

Relevante Rahmenbedingungen sind die volkswirtschaftlichen Prognosen des DZ BANK Research. Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts und seiner Komponenten, Teuerungsraten, Daten zur Weltkonjunktur und ähnliche Größen können bei der Beurteilung des jeweiligen Emittenten von Bedeutung sein. Die Zinsprognose des DZ BANK Research bildet einen weiteren übergeordneten Orientierungspunkt für die Analyse von Einzelwerten und die daraus abgeleiteten Empfehlungen. Ein weiterer Punkt sind politische Aspekte globaler oder nationaler Art. Weltweite politische Unsicherheiten, Kriege, Konflikte oder Probleme in einzelnen Ländern können Einfluss auf die Beurteilung auch dritter, nicht direkt beteiligter Emittenten oder die daraus abgeleitete Empfehlung haben.

Volkswirtschaftliche Prognosen des DZ Research als Basis

Daneben können auch neue regulatorische Vorgaben, die Geldpolitik und sonstige Faktoren für die Formulierung einer Anlageempfehlung relevant sein.

Ebenso beachten wir die generelle Risikoeinschätzung des Marktes. Im Falle einer steigenden allgemeinen Risikofreude am Markt sinken tendenziell die Creditspreads der Anleihen aller Emittenten, so dass in einem solchen Umfeld tendenziell die Anleihen von Emittenten mit schlechterer Bonität, deren Creditspreads auf relativ höheren Niveaus notieren, den größten Ertrag aus „Carry“ und Creditspreadeinengung bieten. Umgekehrt führen eine Verschlechterung der allgemeinen Marktstimmung und eine steigende Risikoaversion dazu, dass sich tendenziell die Creditspreads aller Anleihen von Emittenten ausweiten und in einem solchen Umfeld tendenziell die Anleihen von Emittenten mit besserer Bonität, deren Creditspreads auf relativ engen Niveaus notieren, den größten Ertrag (beziehungsweise geringeren Verlust) aus „Carry“ und Creditspreadausweitung bieten.

Risikobewertung durch den Markt bewegt Creditspreads

Die übergeordneten Prognosen des DZ BANK Research werden von den Analysten bei der Analyse der einzelnen Emittenten berücksichtigt. Dabei obliegt es dem jeweiligen Analysten, die Auswirkungen der zentralen Einschätzungen auf seinen jeweiligen Analysegegenstand abzuschätzen.

RELEVANTE FAKTOREN IN DER BONITÄTSANALYSE VON CORPORATES

Die Bonitätsanalyse von Corporates setzt sich aus mehreren Bausteinen zusammen, die sich auf verschiedene Chancen-/Risikoaspekte beziehen, die einerseits einen Ausfall oder eine Verlustbeteiligung herbeiführen, andererseits aber auch zu einer besser als der Markt verlaufenden Entwicklung führen können. Die einzelnen Bausteine werden dabei nicht modellartig zu einer wie auch immer formulierten Bonitätseinschätzung zusammengeführt, sondern vom Analysten auf Basis seines Expertenwissens einzeln analysiert und bewertet. Die Analysetiefe ist dabei sehr stark davon abhängig, welche Informationen die einzelnen Unternehmen veröffentlichen.

» Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung

Zur Analyse der Ertragslage steht dem Analysten ein Set von verschiedenen Kennzahlen zur Verfügung, die er situationsangepasst für eine Ist-Analyse des Unternehmens heranziehen kann.

Auf der Ertragsseite untersucht der Analyst, wie erfolgreich das Unternehmen insbesondere im Kerngeschäft gewirtschaftet hat. Hier gilt es, einmalige (Sonder-) Effekte herauszufiltern, um die nachhaltige operative Leistungsfähigkeit des Unternehmens zu ermitteln. Als wichtiger aber nicht ausschließlicher Anhaltspunkt dient in diesem Zusammenhang das Verhältnis des um Sonderfaktoren bereinigten EBITDA zu Umsatzerlösen (EBITDA-Marge). Mit der Umsatzrendite wird das Ergebnis nach Steuern in Relation zu den Umsatzerlösen gesetzt und gilt als Maß für den insgesamt erzielten wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens in einer Abrechnungsperiode. Das Ergebnis nach Steuern wird im Gegensatz zum EBITDA nicht um Sondereffekte adjustiert. Die Eigenkapitalrendite (Jahresergebnis/ Eigenkapital) wiederum dient dem Analysten als Gradmesser für den wirtschaftlichen Erfolg des eingesetzten Eigenkapitals. Bei der Analyse dieser Kennzahlen gilt es, signifikante Veränderungen gegenüber den Vorperioden genauer zu ergründen. Dabei hat der Analyst auch ein Augenmerk auf das Ausnutzen von Gestaltungsspielräumen beim Ausweis der Ertragszahlen.

Auf der Basis der Ist-Analyse kann der Analyst auf der Ertragsseite nun untersuchen, welche Einnahmequellen, Regionen und Geschäftsbereiche für das Unternehmen besonders relevant sind, wie sich diese kurz- und mittelfristig entwickelt haben, welche Gründe dafür verantwortlich waren (zum Beispiel, ob es Einmaleffekte waren oder Rückenwind durch einen typischen Branchenzyklus) und daraus Anhaltspunkte gewinnen, wie sich die Erträge zukünftig entwickeln könnten.

Bei den Aufwendungen erfolgt ein ähnliches Vorgehen. Auch hier geht es darum, das Unternehmen „zu verstehen“, insbesondere einmalige Belastungen von wiederkehrenden zu trennen, um zu einer Einschätzung bezüglich der zukünftig zu erwartenden Entwicklung der Aufwendungen zu gelangen.

» Analyse der Finanzlage

Die Analyse der Finanzlage eines Unternehmens zielt auf die Frage ab, inwiefern die Art der gewählten Finanzierung und das Potenzial des Unternehmens, finanzielle Mittel zu erwirtschaften, in der Zukunft zu besonderen Risiken führen können. Das ist insbesondere wichtig, weil das Unternehmen für die Rückzahlung der Unternehmensanleihe, das heißt für Zins- und Tilgungsleistungen, einen ausreichenden Cashflow generieren muss. Zur Analyse der Finanzlage

Die Bonitätsanalyse ist ein mehrstufiger Prozess

**Ertragsanalyse:
Wie erfolgreich hat das Unternehmen insbesondere im Kerngeschäft gewirtschaftet?**

**Finanzanalyse:
Kann das Unternehmen Zins- und Tilgungsleistungen erbringen?**

dient einerseits ein Portfolio an Finanzkennzahlen, die Cashflows in verschiedenen Abgrenzungen zur vom Analysten adjustierten Brutto- und/oder Nettofinanzverschuldung ins Verhältnis setzen. Andererseits gibt der Deckungsgrad der Zinsbelastungen durch das EBITDA (EBITDA/Zinsaufwand) einen Eindruck über die Kapitaldienstfähigkeit eines Unternehmens. In einigen Branchen ist auch die Deckung der Nettoverschuldung durch das EBITDA ein wichtiger Anhaltspunkt für die Bonität.

» Analyse der Liquiditätssituation

Darüber hinaus kann die Betrachtung der Liquiditätssituation die Bonitätsanalyse abrunden. Die Analyse der Liquiditätslage eines Unternehmens fokussiert sich darauf, inwieweit das Unternehmen über ausreichend liquide Mittel verfügt, um die kurzfristigen Verbindlichkeiten zu decken. Des Weiteren hilft es zu erkennen, inwieweit das vom Unternehmen geplante Wachstum aus der eigenen Innenfinanzierungskraft heraus finanziert werden kann oder ob die Wachstumsfinanzierung durch Aufnahme zusätzlicher Mittel dargestellt werden muss.

Die oben aufgeführten Bausteine beziehen sich stets auf Daten der Vergangenheit. Daraus lassen sich möglicherweise Trends ableiten.

Die fundamentale Lage eines Unternehmens ist je nach Branche unterschiedlich stark von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung abhängig. Eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums führt beispielsweise in der Regel zu einer niedrigeren Konsumnachfrage und einem niedrigeren durchsetzbaren Preisniveau. Daher nutzen die Analysten bei einer Beurteilung der Bonität eines Unternehmens auch Prognosen zur künftigen wirtschaftlichen Entwicklung.

Wesentliche Rahmenbedingungen sind zudem die jeweiligen Branchentrends, wie zum Beispiel Zyklizität, technologische Entwicklung innerhalb der einzelnen Industrien, die Identifikation regionaler Wachstumsmärkte oder ganz allgemein die erwartete Nachfrageentwicklung nach Produkten aus der jeweiligen Branche.

Daneben ist eine Reihe weiterer Faktoren für die fundamentale Entwicklung eines Unternehmens entscheidend, die daher ebenfalls in der Analyse berücksichtigt werden. Dabei handelt es sich um eine Vielzahl von unternehmensspezifischen Faktoren, wie zum Beispiel Unternehmensgröße, Marktstellung und Preissetzungsmacht, die Wettbewerbssituation, die geographische ebenso wie die produktseitige Diversifikation, die Forschungs- und Entwicklungskompetenz oder auch rechtliche/regulatorische Aspekte (zum Beispiel mögliche Produkthaftungsrisiken in der Pharmaindustrie, rechtliche Risiken, Vertragserfüllungsrisiken im Baugewerbe, Energiewende in der Versorgerbranche).

Auf Basis der oben aufgeführten quantitativen und qualitativen Bestandteile seiner Analyse bildet sich der Analyst seine Meinung zur aktuellen und zukünftigen Bonität des Unternehmens. Die Bonität reflektiert den Grad der Fähigkeit und Bereitschaft des Emittenten, seinen Zahlungsverpflichtungen aktuell und in der Zukunft nachzukommen.

RELEVANTE FAKTOREN BEI DER ERTEILUNG VON ANLAGEEMPFEHLUNGEN

Im Fixed Income Research werden die Empfehlungen zu einzelnen Emittenten in die Kategorien „**Outperformer**“ und/oder (↑), „**Underperformer**“ und/oder (↓) und „**Marketperformer**“ und/oder (⇒) unterteilt. Maßgeblich für die Anlageempfehlung zu einem Emittenten ist, ob sich seine Anleihen nach der Einschätzung des Analysten in den folgenden sechs Monaten besser, schlechter oder im Gleichschritt mit den Anleihen vergleichbarer Emittenten bewegen werden. „Outperformer“ bedeutet, dass eine bessere Entwicklung für die Anleihen des Emittenten als für die Anleihen der Vergleichsemittenten erwartet wird. „Underperformer“ bedeutet, dass eine schlechtere Entwicklung für die Anleihen des Emittenten als für die Anleihen der Vergleichsemittenten erwartet wird. „Marketperformer“ bedeutet, dass sich die Entwicklung der Anleihen des Emittenten nach Einschätzung des Analysten nicht wesentlich von der Entwicklung der Anleihen der Vergleichsemittenten unterscheiden wird.

Den Empfehlungskategorien „Outperformer“, „Underperformer“ und „Marketperformer“ zugrunde liegt die Einschätzung des Analysten, wie sich die Anleihen des betreffenden Emittenten relativ zu denen der Vergleichsemittenten („Peergroup“) entwickeln. Die Peergroup muss dabei nicht exakt definiert sein, sie umfasst in der Regel die vom DZ BANK Research analysierten Emittenten des betreffenden Marktsegments.

Maßstab für die vom Analysten erwartete Entwicklung der Anleihen sind verschiedene Komponenten. Neben der laufenden Verzinsung der Anleihen ist es die Entwicklung der Asset-Swap-Spreads der Gesamtheit der Anleihen des jeweiligen Emittenten. Dieser kann sich im Betrachtungszeitraum konstant zeigen, er kann ansteigen oder fallen. Für den Investor positiv wären sinkende Spreads. Sinkt die Prämie für das Eingehen des Bonitätsrisikos, zeigen die Anleihen des betreffenden Emittenten ceteris paribus eine bessere Entwicklung als der Swapmarkt. Der Analyst muss dann unter Berücksichtigung der Entwicklung des Anleiheuniversums der Peergroup entscheiden, ob sich die Anleihen des betreffenden Emittenten seiner Einschätzung nach besser, gleich oder schlechter entwickeln.

Basis für die Entscheidung ist dabei die Einschätzung des Analysten zur Bonität des Emittenten. Generell kommt es dabei darauf an, ob er eine Verbesserung oder Verschlechterung der Bonität prognostiziert, ob die Kapitalmärkte das auch erwarten, oder ob das Eintreten seiner Erwartungen für die Mehrheit der Marktteilnehmer eine Überraschung wäre. Weitere Faktoren kommen hinzu: Er berücksichtigt, wie sich die generelle Wirtschaftsentwicklung, die Notenbankpolitik, geopolitische Risiken und das Verhalten der Kapitalmärkte in den kommenden Monaten auf die Spreads des von ihm betrachteten Emittenten auswirken (siehe oben).

Die Erteilung der Anlageempfehlungen erfolgt also auf der Grundlage einer Kombination von **Fundamentalanalyse** und **Relative-Value-Analyse**. Die Basis für die Erteilung von Anlageempfehlungen bietet die oben beschriebene Bonitätsanalyse/Fundamentalanalyse, die eine ungefähre Einschätzung des Ausfallrisikos eines Emittenten beziehungsweise des Risikos einer Verlustbeteiligung von Gläubigern ermöglicht. Das DZ BANK Research erstellt dabei jedoch kein aus fundamentalen Daten abgeleitetes „fares“ absolutes Creditspreadniveau, anhand dessen eine Anlageempfehlung für die Anleihen eines Emittenten ausgesprochen wird. Die Bewertung erfolgt vielmehr durch einen Vergleich der von der DZ BANK für die Gesamtheit der Anleihen der jeweiligen Emittenten wahrgenommenen Risiken mit den Risiken für vergleichbare Anleihen anderer Emittenten unter Berücksichtigung der jeweiligen

Empfehlung:

- **Outperformer** (↑)
- **Marketperformer** (⇒)
- **Underperformer** (↓), ...

..., hängt an der Einschätzung, wie sich der Emittent relativ zu seinen Peers entwickelt

Creditspreads. **Die Anlageempfehlung ist somit eine relative Einschätzung**, das heißt, der Analyst hat nicht nur die von ihm analysierten Emittenten im Blick, sondern auch vergleichbare Emittenten.

QUELLEN: DATEN, STUDIEN, INFORMATIONEN

- » Corporate-Bond-Analysten verwenden ein breites Spektrum an Daten und Informationen. Für die Fundamentalanalyse wird primär auf die originären, vom Unternehmen veröffentlichten Unternehmensberichte abgestellt. Daneben wird auf eine Reihe weiterer Informationsquellen, unter anderem Berichte der Ratingagenturen Moody's, S&P und Fitch sowie Nachrichten von Bloomberg, Reuters und weiteren Medien zurückgegriffen.
- » Da die Einschätzung der erwarteten fundamentalen Entwicklung eines Unternehmens maßgeblich von der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung in den Kernmärkten, in denen das Unternehmen operiert, bestimmt wird, greifen die Analysten dabei zudem auf diesbezügliche Prognosen und Erwartungen der entsprechenden Analysten der DZ BANK aber auch auf sonstige Quellen zurück.
- » Daten zu Marktindikatoren, im Wesentlichen Anleihe- und Indexdaten beziehen die Analysten derzeit in erster Linie von Bloomberg, Reuters, Markit und Dealogic.
- » Da die Analyse von Emittenten/Unternehmensanleihen extrem komplex ist, gilt es, aus der vorhandenen Fülle die relevanten Informationen herauszufiltern, die schlussendlich über die Entwicklung einer Unternehmensanleihe entscheiden.

Breites Spektrum an Daten und Informationen

Markt-, Anleihe- und Indexdaten in erster Linie von Bloomberg, Reuters, Markit und Dealogic

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender),
Dr. Cornelius Riese (Co-Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus,
Dr.Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler, Michael Speth,
Thomas Ullrich

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main,
Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt
am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-
Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten
BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung
des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V.
angeschlossen:

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und
Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2020
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung
der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR FINANZANALYSEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese **Finanzanalyse** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.

Finanzanalysen sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **allgemeine Anlageempfehlungen zu bestimmten Emittenten oder bestimmten Finanzinstrumenten** enthalten, **ohne jedoch** persönliche Anlagekriterien zu berücksichtigen.

1.2 Die **Pflichtangaben** für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zu Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research**, zu **Methoden**, zu **Verfahren**, sowie zu **Statistiken**, können **kostenfrei eingesehen und abgerufen** werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. als Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

- **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

Zuständige Aufsichtsbehörde der weitergebenden Bank

Die weitergebende Bank wird im Bereich Research / Finanzanalyse beaufsichtigt durch die

- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

3.1 **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

4. Definitionen der Kategorien für Anlageempfehlungen in Finanzanalysen

Die **Kategorien für Anlageempfehlungen in Finanzanalysen** der DZ BANK haben die nachfolgend definierten Bedeutungen:

4.1 Aktien:

- Fundamentalanalyse:

"Kaufen" bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.

"Verkaufen" bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

"Halten" bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

4.2 Fixed Income-Instrumente:

Bei der Einschätzung von Einzelemittenten werden die Begriffe „Outperformer“, „Marketperformer“ und „Underperformer“ verwendet. Dabei handelt es sich um relative Einschätzungen, das heißt, sie sind im Vergleich zu ihrer jeweiligen Peer Group und damit unabhängig von übergeordneten Allokationsempfehlungen zu Marktsegmenten (vgl. Pflichtangaben zu Sonstigen Research-Informationen). Grundlage für die Einschätzung ist die Erwartung über den – je nach Segment unterschiedlich definierten – Credit Return/Total Return der Anleihen eines Emittenten in den kommenden sechs Monaten (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben). Dabei wird in der Regel das Hauptszenario des Analysten erstellt. In Fällen, in denen bei einem Emittenten hohe idiosynkratische Risiken bestehen, werden bei der Ermittlung des erwarteten Credit Return/Total Return auch alternative Spread-Szenarien berücksichtigt. Da Emittenten in der Regel eine Vielzahl von Anleihen begeben haben, kann der erwartete Credit Return/Total Return naturgemäß nicht quantifiziert werden.

Der erwartete Credit Return/Total Return wird verglichen mit dem erwarteten Credit Return/Total Return einer relevanten Peer Group, in der Regel der jeweiligen Coverage/Peer Group. Liegt er deutlich über dem der Peer Group, lautet die Einschätzung „**Outperformer**“. Hier sollte im Normalfall eine höhere Gewichtung im Portfolio erfolgen als in der Benchmark.

Liegt der Credit Return/Total Return deutlich unter demjenigen der Peer Group, lautet die Einschätzung „**Underperformer**“. Hier sollte im Normalfall eine niedrigere Gewichtung im Portfolio erfolgen als in der Benchmark. Entspricht der erwartete Credit Return/Total Return im Wesentlichen demjenigen der Peer Group oder beinhaltet das Risikoprofil starke Schwankungen in beide Richtungen, sodass keine aktive Positionierung gegenüber der Benchmark eingegangen werden soll, lautet die Einschätzung „**Marketperformer**“.

1. Staatsanleihen

Maßgebend für die emittentenspezifische Anlageempfehlung für Staatsanleihen eines Landes in der gecoverten Peer Group ist, ob die sich aus dem Total Return ergebende Performance nach Einschätzung der DZ BANK in den folgenden sechs Monaten besser, schlechter oder ähnlich wie die Peer Group des betreffenden Segments ausfallen wird.

Grundlage für die Einschätzung über den Total Return der Anleihen des Emittenten auf Basis nationalen Rechts in den kommenden sechs Monaten (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

2. Financials (senior unsecured)

Maßgebend für die emittentenspezifische Anlageempfehlung für die in Euro denominierten unbesicherten Senior-Anleihen eines Emittenten relativ zu seiner Peer Group (iBoxx Banks Senior Index) ist, ob die aus dem Credit Return ergebende Performance nach Einschätzung der DZ BANK in den folgenden sechs Monaten besser, schlechter oder ähnlich wie die Peer Group ausfallen wird.

Grundlage für die Einschätzung ist die Erwartung über den Credit Return der Anleihen des Emittenten in den kommenden sechs Monaten (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

3. Unternehmensanleihen (senior unsecured)

Maßgebend für die emittentenspezifische Anlageempfehlung für die in Euro denominierten unbesicherten Senior-Anleihen eines Emittenten relativ zu seiner Peer Group (Branche/Ratingklasse) ist, ob die aus dem Credit Re-

¹⁾⁻¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieser Studie

turn ergebende Performance nach Einschätzung der DZ BANK in den folgenden sechs Monaten besser, schlechter oder ähnlich wie die Peer Group ausfallen wird.

Grundlage für die Einschätzung ist die Erwartung über den Credit Return der Anleihen des Emittenten in den kommenden sechs Monaten (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

4. Covered Bonds

Maßgebend für die Anlageempfehlung zu einem Covered-Bond-Programm eines Emittenten ist, ob sich die gedeckten Anleihen nach der Einschätzung der DZ BANK in den folgenden sechs Monaten besser, schlechter oder im Gleichschritt mit den Anleihen vergleichbarer Covered-Bond-Programme bewegen können. Die Empfehlungskategorien beziehen sich auf Covered Bonds („besicherte Bankanleihen“ oder „gedeckte Anleihen“) in Euro und gelten nur für den Publikationstag.

Grundlage für die Einschätzung ist die Erwartung über den Credit Return der Anleihen aus dem Covered-Bond-Programm eines Emittenten in den kommenden sechs Monaten (Gültigkeit der Empfehlung: ein Handelstag) (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

4.3 Kategorien für isolierte Aussagen ohne Anlageempfehlung

Aussagen über die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind**, insbesondere nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten **Branchenstrategie Euro-Stoxx (DZ BANK Sektorfavoriten)**, ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen** und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

Diese isolierten Aussagen **allein** können eine Anlageentscheidung noch **nicht** begründen. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

5. Vorgesehene Aktualisierungen und Geltungszeiträume von Anlageempfehlungen

5.1 Die Häufigkeit der **Aktualisierung** von **Finanzanalysen** hängt insbesondere von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, von den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von den aktuellen Entwicklungen bei den analysierten Unternehmen, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer neuen Anlageempfehlung gerechnet werden kann.

5.2 Eine **Pflicht zur Aktualisierung besteht nicht**. Wird eine Anlageempfehlung aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Anlageempfehlung mit sofortiger Wirkung**.

Ohne Aktualisierung **enden / verfallen** Anlageempfehlungen mit **Ablauf** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag** und der **Uhrzeit** der Erstellung der **Anlageempfehlung**.

5.3 Die **Geltungszeiträume** für Anlageempfehlungen (**Finanzanalysen**) sind bei:

Aktien:

Fundamentalanalyse sechs Monate

Fixed-Income-Instrumente:

Staatsanleihen sechs Monate

Financials (senior unsecured) sechs Monate

Unternehmensanleihen (senior unsecured) sechs Monate

Covered Bonds (besicherte Bankanleihen) ein Handelstag

5.4 Die **Bewertungen isolierter Aspekte ohne Anlageempfehlung** haben

folgende Geltungszeiträume:

Nachhaltigkeitsanalysen: ein Monat

Analysen nach dem **Value-Ansatz:** ein Monat

Analysen zur **Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio):** ein Monat

Euro-Stoxx-Branchenstrategie (**DZ BANK Sektorfavoriten**): ein Monat

Dividenden (**DZ BANK Dividendenaristokraten**): drei Monate

Credit Trend Emittenten: zwölf Monate

Aktienindizes (fundamental): drei Monate

Währungsräume: sechs bis zwölf Monate

Gewichtung von Marktsegmenten: sechs Monate

Gesamtmarktstrategie: sechs Monate

Branchenstrategie Unternehmensanleihen: sechs Monate

Strategie Covered Bonds: sechs Monate

Derivate:

(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future): ein Monat

Rohstoffe: ein Monat

5.5 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen von Analysen **vorübergehend** und **unangekündigt unterbleiben**.

5.6 Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, wird die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

6. Gesamtübersicht über Anlageempfehlungen von Finanzinstrumenten und Emittenten

Die DZ BANK erstellt täglich eine **Gesamtübersicht** mit den aufsichtsrechtlich vorgegebenen Details **aller Anlageempfehlungen** zu Finanzinstrumenten und / oder Emittenten, die sie in den zurückliegenden **zwölf Monaten** verbreitet hat. Diese Liste kann **kostenfrei eingesehen** und **abgerufen werden** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben.

7. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

7.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

7.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.

7.3 Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.

7.4 Die **Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft** und die **ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren**, die von ihnen durch **Finanzanalysen** gecovert werden. Für **Rohstoffe** und **Währungen** hat die **DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt**.

7.5 Insbesondere durch die in **Absatz 7.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

7.6 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.

7.7 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

7.8 Die **in den letzten 12 Monaten abweichenden Anlageempfehlungen für dasselbe Finanzinstrument / denselben Emittenten werden in der jeweils aktuellen Analyse mit der jeweiligen Kategorie der Anlageempfehlung und ihrem Datum aufgeführt**.

¹⁾⁻¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieser Studie

- 7.9 Die **vierteljährliche Angabe** über den Anteil der in den **Absätzen 4.1 und 4.2** genannten Anlagekategorien für **Aktien und Fixed-Income-Instrumente** an der Gesamtzahl der Anlageempfehlungen der DZ BANK **sowie die Angabe** des Anteils dieser Kategorien, der auf Emittenten entfällt, gegenüber denen die DZ BANK in den **vergangenen zwölf Monaten** Dienstleistungen nach Anhang I Abschnitte A und B der Richtlinie 2014/65/EU erbracht hat, kann **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.
- 7.10 Die nachfolgenden **Definitionen** erläutern die nach den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen anzugebenden potenziellen Interessenkonflikte (so genannte **„Hochziffern“**) der DZ BANK und / oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe in Bezug auf die in einer Finanzanalyse analysierten Emittenten und / oder Finanzinstrumente:
- 1) Die DZ BANK verfügt über eine **Netto-Long-Position** von mehr als 0,5% bezogen auf das insgesamt ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
 - 2) Die DZ BANK verfügt über eine **Netto-Short-Position** von mehr als 0,5% bezogen auf das gesamte ausgegebene Aktienkapital des Emittenten, die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 sowie den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung der Kommission (EU) Nr. 918/2012 berechnet wird.
 - 3) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen verfügt rechtlich oder wirtschaftlich über eine **Beteiligung von 1% oder mehr** bezogen auf die von dem Emittenten ausgegebenen Eigenkapitalinstrumente.
 - 4) Der Emittent hält mehr als 5% des insgesamt ausgegebenen Aktienkapitals der DZ BANK.
 - 5) Die DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder eine natürliche oder juristische Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist, ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Studie als **Market Maker, Designated Sponsor** und / oder **Liquidity Provider** für Finanzinstrumente des Emittenten tätig.
 - 6) Die DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder eine natürliche oder juristische Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist, war in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Studie als **Manager** oder **Co-Manager** eines **privaten und / oder öffentlichen Angebots** für Finanzinstrumente des Emittenten tätig.
 - 7) Der Emittent ist oder war in den letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Studie **Kunde** der DZ BANK für Dienstleistungen des **Investmentbanking**.
 - 8) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen hat in den zurückliegenden 12 Monaten von dem Emittenten eine **Vergütung** für Dienstleistungen des **Investmentbanking** erhalten.
 - 9) Die DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen erwartet oder beabsichtigt, in den nächsten 3 Monaten von dem Emittenten eine **Vergütung** für Dienstleistungen des **Investmentbanking** zu erhalten oder geltend zu machen.
 - 10) Der Emittent ist oder war **Kunde** der DZ BANK, eines ihrer Gruppenunternehmen oder einer natürlichen oder juristischen Person, die vertraglich in die Erstellung von Anlageempfehlungen eingebunden ist oder war, für **wertpapierbezogene Dienstleistungen**, wie sie in den Abschnitten A und B des Anhangs I zur Richtlinie 2014/65/EU genannt sind, wobei sich aus der zugrunde liegenden Vereinbarung in letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse entweder eine Verpflichtung zur Zahlung oder ein Recht zum Erhalt einer Vergütung ergab.
 - 11) Der Emittent ist oder war in letzten 12 Monaten vor der Veröffentlichung dieser Finanzanalyse **Kunde** der DZ BANK für **nicht-wertpapierbezogene Dienstleistungen**.
 - 12) DZ BANK oder eines ihrer Gruppenunternehmen hat mit dem Emittenten eine **Vereinbarung** über die **Erstellung von Anlageempfehlungen** über von ihm emittierte Finanzinstrumente geschlossen.

8. Adressaten und Nutzung von Finanzanalysen

8.1 Adressaten

Finanzanalysen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Sie sind daher **nicht geeignet**, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, es sei denn, (i) eine Finanzanalyse wurde von der DZ BANK **ausdrücklich** als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein

einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Anlageempfehlungen verstehen und bewerten zu können.

Finanzanalysen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz** sowie unter den in **Absatz 8.4 und 8.5 genannten Bedingungen** zusätzlich in dem dort genannten **Land** freigegeben.

8.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. Refinitiv, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen) und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

8.3 Kein Wertpapierprospekt | keine individuelle Anlageempfehlung

Eine Research-Publikation kann und soll ein für eine Investition erforderliches Wertpapierprospekt und / oder eine fachkundige Anlageberatung keinesfalls ersetzen. Sie kann daher nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition sein.

8.4 Nutzungsbeschränkungen außerhalb des EWR und der Schweiz

Diese Finanzanalyse darf **ausschließlich** von dem in **Absatz 8.5** genannten Unternehmen in die **Republik Singapur** gebracht und dort nach den dort für sie geltenden Bestimmungen genutzt werden.

Republik Singapur

Die Zweigniederlassung Singapur der DZ BANK ist in Singapur vom Innehaben einer Erlaubnis als Finanzberater nach Section 23(1)(a) des Financial Advisors Act (Cap. 110) (FAA) befreit.

Die DZ BANK nutzt für ihre Finanzberatung mittels Herausgabe oder Verbreitung von Research-Analysen oder Research-Berichten, gleich ob diese in elektronischer oder einer anderen Form oder gedruckt verteilt werden, eine Ausnahmeregelung für „Foreign Research Houses“ nach Regulation 32C (1) der Financial Advisors Regulation (FAR) gemäß Section 23(1)(f) des FAA.

Ihre Research-Publikationen dürfen ausschließlich durch ihre Zweigniederlassung Singapur verbreitet werden. Sie sind für die allgemeine Verbreitung bestimmt, richten sich jedoch ausschließlich an **„accredited investors“** and / or **„expert investors“**.

Bei Transaktionen mit **„accredited investors“** oder **„expert investors“** stützt sich die DZ BANK auf folgende Ausnahmen des Cap. 110 des Financial Advisors Act:

- (1) die Ausnahme in Regulation 33 der FAR, welche die DZ BANK von der Compliance mit Section 25 der FAA zur Offenlegung von Produktinformationen gegenüber Kunden ausnimmt,
- (2) die Ausnahme in Regulation 34 der FAR, welche die DZ BANK von der Compliance mit Section 27 der FAA über Empfehlungen ausnimmt, und
- (3) die Ausnahme in Regulation 35 der FAR, welche die DZ BANK von der Compliance mit Section 36 der FAA über die Offenlegung von bestimmten Interessen in Wertpapieren ausnimmt.

Diese Finanzanalyse **berücksichtigt nicht spezifische Anlageziele, die finanzielle Situation oder persönliche Erfordernisse** eines konkreten Empfängers.

Falls Fragen in Bezug auf den Inhalt dieser Finanzanalyse bestehen, sollte ein Finanzberater zu Rate gezogen werden.

Jeder Empfänger sollte hinsichtlich **Eignung** eines jeden in dieser Finanzanalyse genannten Produkts sowie der Berücksichtigung seiner spezifischen Anlageziele, finanziellen Situation oder persönlichen Anforderungen eine **Anlageberatung vornehmen** lassen, bevor er sich verpflichtet, ein solches Produkt zu erwerben.

¹⁾⁻¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieser Studie

8.5 Ansprechpartner der DZ BANK außerhalb des EWR und der Schweiz

Den folgenden Ansprechpartner trifft keine Pflicht zur Aktualisierung der Research-Publikation. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen auch der Emittenten informieren.

In der Republik Singapur:

DZ BANK AG Singapore Branch, 50 Raffles Place #43-01, Singapore Land Tower, Singapore 048623

Die DZ BANK AG Singapore Branch ist eine rechtlich unselbstständige Zweigniederlassung der DZ BANK.

9. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

10. FIXED INCOME RESEARCH: VERÄNDERTE ANLAGEURTEILE DER LETZTEN 12 MONATE

ABN AMRO Bank	18.09.2019	Underperformer	Hannover Rück	21.11.2019	Underperformer	Telefónica	10.05.2019	Marketperformer
Achmea Bank	02.12.2019	Underperformer	HeidelbergCement	21.01.2020	Outperformer	Telefónica	27.02.2019	Outperformer
Adolf Würth GmbH & Co. KG	02.12.2019	Marketperformer	Henkel	02.12.2019	Underperformer	Telia Company	02.12.2019	Underperformer
Aegon	07.10.2019	Marketperformer	Hochtief	23.01.2020	Marketperformer	Telstra Corp	15.01.2020	Marketperformer
AIB Group	13.12.2019	Marketperformer	Hochtief	09.09.2019	Outperformer	Tesco	24.04.2019	Marketperformer
AIB Group	18.09.2019	Underperformer	HSBC Holdings	18.09.2019	Marketperformer	Tesco	10.04.2019	Outperformer
AIB Group	11.09.2019	Marketperformer	HSBC Holdings	23.05.2019	Underperformer	thyssenkrupp	10.05.2019	Underperformer
AIB Group	23.05.2019	Underperformer	HSBC Holdings	03.05.2019	Marketperformer	Total	11.09.2019	Marketperformer
AIB Group	07.05.2019	Marketperformer	HYPO NOE	02.12.2019	Underperformer	Toyota Motor	02.12.2019	Marketperformer
Airbus	02.12.2019	Marketperformer	Iberdrola	25.04.2019	Underperformer	Tschechische Republik	12.04.2019	NR
Akzo Nobel	24.04.2019	Underperformer	IBM	02.12.2019	Outperformer	Türkei	12.04.2019	NR
Allianz	30.10.2019	Underperformer	Indonesien	12.04.2019	NR	UBS Group	18.09.2019	Underperformer
America Movil	17.07.2019	Outperformer	ING Groep	18.09.2019	Underperformer	UBS Group	25.06.2019	Outperformer
Amgen	28.11.2019	Marketperformer	Intesa Sanpaolo	30.08.2019	Outperformer	Ungarn	12.04.2019	NR
Anglo American PLC	22.02.2019	Underperformer	Intesa Sanpaolo	03.06.2019	Underperformer	Unicredit	30.08.2019	Outperformer
Apple	04.02.2020	Outperformer	Intesa Sanpaolo	27.03.2019	Marketperformer	Unicredit	03.06.2019	Underperformer
AT&T	02.12.2019	Marketperformer	Israel	12.04.2019	NR	Unicredit	27.03.2019	Marketperformer
Australia and New Zealand Banking Group	18.09.2019	Marketperformer	Italien	29.08.2019	Outperformer	Unilever N.V.	12.02.2020	Underperformer
AXA	02.12.2019	Marketperformer	Italien	03.06.2019	Underperformer	Vale	09.04.2019	Outperformer
Bank of America	18.09.2019	Marketperformer	Italien	27.03.2019	Marketperformer	Vattenfall	02.12.2019	Marketperformer
Bank of America	25.06.2019	Outperformer	JPMorgan Chase & Co.	18.09.2019	Marketperformer	Veolia Environnement	02.12.2019	Underperformer
Bank of Ireland Group	13.12.2019	Marketperformer	JPMorgan Chase & Co.	25.06.2019	Outperformer	Vodafone Group	14.06.2019	Marketperformer
Bank of Ireland Group	18.09.2019	Underperformer	KBC Groep	18.09.2019	Underperformer	Vodafone Group	27.02.2019	Underperformer
Bank of Ireland Group	11.09.2019	Marketperformer	KBC Groep	25.06.2019	Outperformer	Wells Fargo	02.12.2019	Marketperformer
Bank of Ireland Group	23.05.2019	Underperformer	Kolumbien	12.04.2019	NR	Westpac Banking Corp.	18.09.2019	Marketperformer
Bank of Ireland Group	08.05.2019	Marketperformer	Koninklijke KPN	24.07.2019	Marketperformer	Zurich Insurance Group	29.11.2019	Underperformer
Bank of Nova Scotia	02.12.2019	Underperformer	Kroatien	12.04.2019	NR			
Barclays PLC	13.12.2019	Marketperformer	Landesb. Baden-Württemberg	02.12.2019	Underperformer			
Barclays PLC	23.05.2019	Underperformer	Landesbank Hessen-Thüringen	02.12.2019	Underperformer			
Barclays PLC	25.04.2019	Marketperformer	Linde PLC	06.05.2019	Underperformer			
BASF	27.02.2019	Underperformer	Lloyds Banking Group	13.12.2019	Marketperformer			
Bayerische Landesbank	02.12.2019	Marketperformer	Lloyds Banking Group	23.05.2019	Underperformer			
BayWa	02.12.2019	Marketperformer	Lloyds Banking Group	02.05.2019	Marketperformer			
BayWa	06.05.2019	NR	Merck KGaA	28.02.2019	Underperformer			
Bellus Bank	18.09.2019	Underperformer	Mexiko	12.04.2019	NR			
Bellus Bank	25.06.2019	Outperformer	Mondelēz International	31.07.2019	Marketperformer			
Belgien	19.11.2019	Marketperformer	Munich Re	02.12.2019	Underperformer			
Belgien	29.08.2019	Underperformer	National Australia Bank	18.09.2019	Marketperformer			
Belgien	25.06.2019	Outperformer	Nationwide Building Society	13.12.2019	Marketperformer			
Berlin Hyp	25.06.2019	Marketperformer	Nationwide Building Society	22.11.2019	Underperformer			
BNP Paribas	02.05.2019	Underperformer	Nestlé	02.12.2019	Marketperformer			
BPCE	25.06.2019	Marketperformer	Niederlande	29.08.2019	Underperformer			
Brasilien	12.04.2019	NR	Niederlande	25.06.2019	Marketperformer			
BT Group	11.09.2019	Underperformer	NORD/LB Girozentrale	02.12.2019	Marketperformer			
Bulgarien	12.04.2019	NR	Nordea Bank Abp	18.09.2019	Underperformer			
Carrefour	29.10.2019	Marketperformer	Nordea Bank Abp	25.06.2019	Outperformer			
Carrefour	11.09.2019	Outperformer	Novartis	02.12.2019	Marketperformer			
Carrefour	18.07.2019	Marketperformer	Nykredit Realkredit	02.12.2019	Underperformer			
Carrefour	27.05.2019	Outperformer	OMV	02.12.2019	Underperformer			
Caterpillar	02.12.2019	Marketperformer	OP Corporate Bank	18.09.2019	Underperformer			
Chile	12.04.2019	NR	OP Corporate Bank	25.06.2019	Outperformer			
Citigroup	02.12.2019	Marketperformer	Orange	21.02.2019	Marketperformer			
Commonwealth Bk of Australia	18.09.2019	Marketperformer	Österreich	29.08.2019	Underperformer			
Coöperatieve Rabobank UA	18.09.2019	Underperformer	Österreich	25.06.2019	Marketperformer			
Coöperatieve Rabobank UA	25.06.2019	Outperformer	Peru	12.04.2019	NR			
Crédit Agricole	25.06.2019	Marketperformer	Petrobras	02.08.2019	Marketperformer			
Crédit Mutuel Arkéa SACC	25.06.2019	Outperformer	Peugeot SA	30.10.2019	Marketperformer			
Credit Suisse Group	18.09.2019	Underperformer	Pfizer	18.10.2019	Marketperformer			
Credit Suisse Group	25.06.2019	Outperformer	Philippinen	12.04.2019	NR			
Danone	25.07.2019	Underperformer	Polen	12.04.2019	NR			
Danske Bank	28.11.2019	Underperformer	Portugal	25.06.2019	Marketperformer			
DekaBank	02.12.2019	Marketperformer	Procter & Gamble	30.09.2019	Marketperformer			
Deutsche Bahn	01.04.2019	Outperformer	Renault	21.10.2019	Underperformer			
Deutsche Bank	08.07.2019	Outperformer	Renault	15.02.2019	Marketperformer			
Deutsche Bank	25.06.2019	Marketperformer	Repsol	20.11.2019	Marketperformer			
Deutsche Pfandbriefbank	25.06.2019	Marketperformer	Rio Tinto Ltd.	02.12.2019	Outperformer			
Deutsche Pfandbriefbank	13.05.2019	Outperformer	RLB Niederösterreich	02.12.2019	Marketperformer			
Deutschland	29.08.2019	Underperformer	RLB Oberösterreich	23.10.2019	Marketperformer			
Deutschland	25.06.2019	Marketperformer	Robert Bosch GmbH	02.12.2019	Underperformer			
De Volksbank	18.09.2019	Underperformer	Roche	11.02.2020	Marketperformer			
De Volksbank	25.06.2019	Outperformer	Roche	02.12.2019	Outperformer			
Dexia Group	02.12.2019	Underperformer	Royal Bank of Canada	02.12.2019	Underperformer			
DNB Bank	18.09.2019	Underperformer	Royal Bank of Scotland Group	13.12.2019	Marketperformer			
DNB Bank	25.06.2019	Outperformer	Royal Bank of Scotland Group	23.05.2019	Underperformer			
E.ON	17.09.2019	Marketperformer	Royal Bank of Scotland Group	26.04.2019	Marketperformer			
Enel	03.06.2019	Underperformer	Royal Dutch Shell	29.11.2019	Marketperformer			
ENGIE	02.12.2019	Marketperformer	Rumänien	12.04.2019	NR			
ENI	03.06.2019	Underperformer	Rumänien	19.03.2019	Marketperformer			
ENI	25.04.2019	Marketperformer	Russland	12.04.2019	NR			
ENI	15.02.2019	Outperformer	RWE	02.12.2019	Marketperformer			
Equinor	26.09.2019	Marketperformer	Saint-Gobain	01.10.2019	Marketperformer			
Erste Group Bank	18.09.2019	Underperformer	Sanofi	02.12.2019	Marketperformer			
EWE	02.12.2019	Marketperformer	SBAB Bank	02.12.2019	Underperformer			
Féd. des caisses Desjardins	02.12.2019	Marketperformer	Schlumberger	28.01.2020	Marketperformer			
Finnland	19.11.2019	Underperformer	SEB	18.09.2019	Underperformer			
Finnland	25.06.2019	Marketperformer	SEB	25.06.2019	Outperformer			
Frankreich	29.08.2019	Marketperformer	Siemens	01.08.2019	Marketperformer			
Frankreich	25.06.2019	Outperformer	Siemens	10.05.2019	Outperformer			
Fresenius SE & Co. KGaA	31.07.2019	Marketperformer	Société Générale	18.09.2019	Marketperformer			
Fresenius SE & Co. KGaA	20.02.2019	Outperformer	Sparebank 1 SMN	02.12.2019	Underperformer			
General Electric	11.11.2019	Marketperformer	Sparebank 1 SR-Bank	02.12.2019	Underperformer			
General Electric	16.08.2019	Underperformer	Sparebank 1 Østlandet	02.12.2019	Underperformer			
General Electric	25.02.2019	Outperformer	Sparebanken Vest	02.12.2019	Underperformer			
GlaxoSmithKline	09.09.2019	Marketperformer	Standard Chartered	02.12.2019	Marketperformer			
Goldman Sachs Group	25.06.2019	Marketperformer	Südafrika	12.04.2019	NR			
GRENKE	03.09.2019	Marketperformer	Svenska Handelsbanken	18.09.2019	Underperformer			
Griechenland	29.08.2019	Outperformer	Svenska Handelsbanken	25.06.2019	Outperformer			
Griechenland	25.06.2019	Marketperformer	Swedbank	02.12.2019	Underperformer			
Hamburg Commercial Bank	02.12.2019	Outperformer	Swiss Re	13.11.2019	Underperformer			

III. RECHTLICHE HINWEISE

- Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Es ist daher nicht geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (a) es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (b) die ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Bewertung und / oder Empfehlungen verstehen und einschätzen zu können.

Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des EWR und der Schweiz** genehmigt.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an „accredited investors“, and / oder „expert investors“ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten. Dieses Dokument darf in allen zuvor genannten Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.
- Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
- Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.

Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen,

sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

- Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
- Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen.

Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokuments beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
- Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle 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. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.

Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte 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.

Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
- Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unricht-

¹⁾⁻¹²⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die rechtlichen Hinweise am Ende dieser Studie

tige oder unvollständige Informationen in den IHS Markt-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens IHS Markt besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markt noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher

Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Die in Texten und Grafiken enthaltenen Preisnotierungen sowie Rendite- und Spreadangaben sind bei IHS Markt regelmäßig auf den Stand zum Vorabend aktualisiert.

Kapitalmärkte Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Vertrieb Finanzinstitutionen	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Vertrieb Banken/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Vertrieb Asien Institutionelle	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
VRB Eigengeschäft Vertrieb	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 03 10	Bernd Rohleder
	Liquidität Verbund	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	Norbert Mayer
GenoBanken Gesamtbanksteuerung	Beratung Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 – (0)30 – 20 24 1- 47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 – (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 15	Dr. Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
	Zentrale Leistungen Gesamtbanksteuerung	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	Asset Management	+49 – (0)211 – 7 78 – 34 32	Dr. Thomas Schürmann
Firmenkunden	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins, Devisen, Anlage	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region West	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 55	Ralf Vogt
Emittenten (DCM)	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luithlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai Poerschke
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 48 00	Jörg Müller
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 19	Maximilian Lainer
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de