

Covered Bonds

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Methodenansatz Credit- Research Covered Bonds

ANLEIHEN

Fertiggestellt:
14.3.2019 10:10 Uhr

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

Ersteller:
Thorsten Euler, CFA, ANALYST
+49 69 7447-99644
thorsten.euler@dzbank.de

Das Credit-Research Covered Bonds 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.

Covered Bonds sind von Kreditinstituten emittierte gedeckte Anleihen (gedeckte Bankanleihen). Zur Sicherung der Ansprüche von Covered Bond Gläubigern werden Vermögenswerte des Emittenten (zum Beispiel Kreditforderungen wie private und gewerbliche Immobiliendarlehen oder Forderungen gegenüber öffentlichen Stellen) von dessen übrigen Vermögen separiert und in einer Deckungsmasse zusammengefasst. Die Deckungsmasse steht den Covered Bond Gläubigern im Insolvenzfall des Emittenten vorrangig zur Befriedigung ihrer Ansprüche aus den gedeckten Anleihen zur Verfügung. Solange ein Covered Bond Emittent solvent ist, wird nicht auf die Deckungsmasse zurückgegriffen und die fälligen Zins- und Tilgungszahlungen werden aus dem laufenden Geschäftsbetrieb des Emittenten geleistet.

Das vom Credit-Research Covered Bonds der DZ BANK betrachtete Universum an Covered Bonds (Coverage) umfasst jene Covered Bond Programme, die zur öffentlichen Emission von Euro-Benchmark-Covered-Bonds (Emissionsvolumen mindestens 500 Mio. Euro) genutzt werden. Daneben kann die Coverage auch Covered Bond Programme beinhalten, die zur öffentlichen Platzierung von Covered Bonds mit einem geringeren Neuemissionsvolumen (250 Mio. Euro bis < 500 Mio. Euro, Sub-Benchmark-Covered-Bonds) verwendet werden. Das Sitzland des Covered Bond Emittenten spielt für die Auswahl der Coverage keine Rolle. Im Einzelfall kann jedoch entschieden werden, dass bestimmte Covered Bond Programme mit Euro-Benchmark-Anleihen nicht in die Coverage aufgenommen werden (zum Beispiel wegen fehlender Marktrelevanz). Im Rahmen der Publikationsreihe „Covered Bond Monitor“ veröffentlicht das Credit-Research Covered Bonds regelmäßig und in standardisierter Form aktuelle Informationen zu grundsätzlich allen gecoverten Covered Bond Programmen. Zu den Informationen gehören zum Beispiel das Covered Bond Rating, Umlaufvolumen, Volumen der Deckungsmasse sowie Kennzahlen zur Kreditqualität der Deckungsmasse. Die Publikationsreihe „Covered Bond Monitor“ kann zudem Covered Bond Programme beinhalten, die beispielsweise aufgrund individuell fehlender Marktrelevanz nicht auf der Coverage stehen, aber aus Gründen der vollständigeren Darstellung des Covered Bond Marktes eines Landes dennoch im Covered Bond Monitor berücksichtigt werden.

Das Credit-Research Covered Bonds kann aus dem Universum der gecoverten Covered Bonds für einzelne Anleihen auch Anlageempfehlungen aussprechen. Die methodischen Grundlagen, auf denen eine solche Empfehlung basiert, werden nachfolgend im Kapitel „Methodenansatz für Anlageempfehlungen“ dargestellt.

Daneben kann das Credit-Research Covered Bonds auch Ländergewichtungsempfehlungen aussprechen, wobei es sich hierbei nicht um eine Anlageempfehlung handelt. Die methodischen Grundlagen hierzu werden im Kapitel „Methodenansatz für Ländergewichtungsempfehlungen“ erläutert.

METHODENANSATZ FÜR ANLAGEEMPFEHLUNGEN

Das Credit-Research Covered Bonds der DZ BANK kann unter Berücksichtigung einer fundamentalen Analyse für Covered Bonds, die in der Coverage enthalten sind, eine Anlageempfehlung aussprechen. Zu Covered Bonds von Emittenten, die dem deutschen genossenschaftlichen Finanzverbund angehören, gibt das Credit-Research Covered Bonds der DZ BANK keine Anlageempfehlungen ab.

Keine Anlageempfehlung für Covered Bonds aus dem deutschen genossenschaftlichen Finanzverbund

Theoretische Basis

Unsere Anlageempfehlungen für Covered Bonds erfolgen auf der Grundlage einer Kombination aus **Fundamentalanalyse** und **Relative-Value-Analyse**.

Fundamentale und Relative Value Analyse

Die Fundamentalanalyse von Covered Bonds besteht im Wesentlichen aus einer Bonitätseinschätzung des Emittenten sowie der jeweiligen Deckungsmasse unter Berücksichtigung der relevanten Covered Bond Gesetzgebung und aufsichtsrechtlicher Merkmale. Die Relative-Value-Analyse baut darauf auf und führt zu einer Einschätzung zur relativen Attraktivität der jeweiligen gedeckten Anleihen unter zusätzlicher Beachtung der erwarteten Gesamtmarktentwicklung. Dabei wird ausschließlich auf die von uns erwartete Entwicklung der Asset Swap Spreads (Creditspreads) der Covered Bonds abgestellt. Unsere Einschätzung zur Entwicklung der Creditspreads der gedeckten Anleihen relativ zum Gesamtmarkt (iBoxx € Covered Index), einem Vergleichsmarkt (zum Beispiel iBoxx € Germany Covered Index) oder einer im Einzelfall zu definierenden anderen Gruppe von vergleichbaren Covered Bonds trägt unsere Anlageempfehlung. Die jeweils in einer Anlageempfehlung empfohlenen Covered Bonds sowie die dazu jeweils gewählte Vergleichsgruppe (Peergroup) von Covered Bonds werden in der jeweiligen Studie angegeben. Eine Anlageempfehlung bezieht sich grundsätzlich auf alle in Euro denominierten Benchmark- oder gegebenenfalls auch Sub-Benchmark-Covered-Bonds, die unter dem jeweiligen Covered Bond Programm des betrachteten Emittenten aufgelegt worden sind.

Unsere Analysen zu Covered Bonds beinhalten kein Credit Rating im Sinne der Verordnung (EU) 1060/2009 vom 16. September 2009 über Ratingagenturen.

Creditspread

Exkurs: Asset Swap Spread (Creditspread)

Bei einem Asset Swap wird eine festverzinsliche Anleihe mit einem Zinsswap kombiniert und auf diese Weise eine quasi zinsrisikolose Anleihe synthetisch gebildet. Die Prämie für das Kreditrisiko der Anleihe lässt sich als Aufschlag (oder Abschlag) auf die variable Zinsbasis des Swaps darstellen. Dieser Aufschlag (oder Abschlag) stellt den Creditspread einer Anleihe dar.

Übergeordnete Faktoren

Allgemeine Einflussfaktoren

Bei der Analyse von Covered Bonds im Credit-Research muss der Analyst neben der – weiter unten beschriebenen – fundamentalen Analyse auch übergeordnete Aspekte berücksichtigen. Dabei geht es um Einflussfaktoren allgemeiner Art, die die Bonität einer gedeckten Anleihe und die abzuleitende Anlageempfehlung beeinflussen können. Der Analyst hat diese Einflussfaktoren bei der Analyse der einzelnen gedeckten Anleihen entsprechend zu berücksichtigen, damit die Einschätzungen und

Empfehlungen des DZ BANK Researchs auf identischen Voraussetzungen basieren und in sich konsistent sind.

Zentrale Rahmenbedingungen sind die volkswirtschaftlichen Prognosen des DZ BANK Researchs. Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts und seiner Komponenten, Teuerungsraten, Daten zur Weltkonjunktur und ähnliche gesamtwirtschaftliche Größen können bei der Beurteilung der jeweiligen Covered Bonds von Bedeutung sein. Die Zinsprognose des DZ BANK Researchs bildet einen weiteren übergeordneten Orientierungspunkt für die Analyse von einzelnen Covered Bonds und die daraus abgeleiteten Anlageempfehlungen. Ein weiterer Punkt sind politische Aspekte globaler oder nationaler Art. Weltweite politische Unsicherheiten, Kriege, Handelskonflikte oder Probleme in einzelnen Ländern können Einfluss auf die Beurteilung auch dritter, nicht direkt beteiligter Emittenten oder die daraus abgeleiteten Anlageempfehlung haben. Daneben können auch neue regulatorische Vorgaben, die Geldpolitik und sonstige Faktoren für die Ableitung einer Anlageempfehlung für Covered Bonds relevant sein.

Ebenso zu beachten ist die generelle Einschätzung der Risikofreude der Marktteilnehmer. Im Falle einer beispielsweise steigenden allgemeinen Risikofreude am Markt sinken tendenziell die Creditspreads der Anleihen aller Emittenten, so dass in einem solchen Umfeld tendenziell die gedeckten Anleihen von Emittenten mit schlechterer Bonität, deren Creditspreads auf relativ höheren Niveaus notieren, den größten Ertrag aus der laufenden Verzinsung (Carry) und Creditspreadeinengung bieten. Umgekehrt führen eine Verschlechterung der allgemeinen Marktstimmung und eine steigende Risikoaversion dazu, dass sich tendenziell die Creditspreads aller gedeckten Anleihen ausweiten und in einem solchen Umfeld tendenziell die gedeckten Anleihen von Emittenten mit besserer Bonität, deren Creditspreads auf relativ engen Niveaus notieren, den größeren Ertrag (bzw. geringeren Verlust) aus Carry und Creditspreadausweitung bieten. Es sind aber auch Fälle denkbar, in denen die hohe Carry bei gedeckten Anleihen von Emittenten mit schlechterer Bonität ausreicht, um trotz Ausweitung der Creditspreads immer noch einen höheren Ertrag (bzw. geringeren) Verlust zu generieren als gedeckte Anleihen von Emittenten mit besserer Bonität.

Die übergeordneten Prognosen des DZ BANK Researchs sind von den Analysten bei der Analyse der einzelnen Covered Bonds zu berücksichtigen. Dabei obliegt es dem jeweiligen Analysten, die Auswirkungen der zentralen Einschätzungen auf seinen jeweiligen Analysegegenstand und seine Anlageempfehlung abzuschätzen.

Relevante Faktoren bei der fundamentalen Analyse von Covered Bonds

Die fundamentale Analyse von Covered Bonds setzt sich aus mehreren Bausteinen zusammen, die sich auf verschiedene Risikoaspekte beziehen, die einen Ausfall oder unter speziellen Umständen auch eine Verlustbeteiligung herbeiführen 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 zu einem Emittenten und seinem Covered Bond Programm zur Verfügung gestellt werden.

» Da die pünktliche Zahlung von Zins- und Tilgung auf ausstehende Covered Bonds zunächst von der Zahlungsfähigkeit des Emittenten abhängt, spielt die Einschätzung seiner Bonität eine wichtige Rolle bei der Analyse von gedeckten Anleihen. Für die Einschätzung der jeweiligen Emittentenbonität wird dabei –

Volkswirtschaftliche Prognosen als zentrale Rahmenbedingungen

Einschätzung zur Risikofreude

Einwertung der übergeordneten Prognosen

Verschiedene Risikoaspekte

Bonitätseinschätzung zum Emittenten

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

soweit möglich – auf die Analysen zurückgegriffen, die das Credit-Research Financials der DZ BANK erstellt hat (siehe hierzu auch die Studie „Methodenansatz Credit-Research Financials“, die auf der Internetseite der DZ BANK abrufbar ist). Da die Coverage des Credit-Research Financials der DZ BANK nicht sämtliche Emittenten umfasst, die in der Coverage des Covered Bond Researchs der DZ BANK enthalten sind, werden zusätzlich die Bonitätsnoten und Ratingberichte von in der Europäischen Union zugelassenen oder anerkannten Ratingagenturen herangezogen. Hierbei ist es unter anderem Aufgabe des jeweiligen Analysten, besondere emittentenspezifische Umstände zu erkennen und zu berücksichtigen, die auch auf die Bonitätseinschätzung der gedeckten Anleihen ausstrahlen können.

- » Wichtiger Bestandteil der fundamentalen Covered Bond Analyse ist die Beurteilung der Kreditqualität der Deckungsmasse. Die Qualität der in der Deckungsmasse enthaltenen Forderungen hat Einfluss auf deren Werthaltigkeit und damit deren Verwertbarkeit, sollte ein Verkauf notwendig werden. Für diese Analyse stehen in erster Linie die von den Emittenten regelmäßig veröffentlichten Berichte zu ihrem Covered Bond Programm (Investorreports) zur Verfügung. Die Investorreports enthalten beispielsweise Informationen zum Typ der Deckungswerte (private Hypothekendarlehen, gewerbliche Hypothekendarlehen, Forderungen an öffentliche Stellen etc.), geografische Verteilung der Darlehensnehmer sowie eine Vielzahl vom jeweiligen Forderungstyp abhängige Kennzahlen (Verteilung der Beleihungsausläufe, Kreditalter, Anteil rückständiger Darlehen etc.). Unterstützend werden die von Ratingagenturen veröffentlichten Kennzahlen zu den jeweiligen Covered Bond Programmen herangezogen. Auf Basis dieser Informationen ist es die Aufgabe des Analysten sich ein Bild über die Qualität der Deckungsmasse zu machen und besondere Stärken und Schwächen in seiner Gesamteinschätzung zu berücksichtigen.
- » Im Rahmen der Analyse gilt es ein spezielles Augenmerk auf etwaige Besonderheiten des jeweiligen Covered Bond Programms zu legen und zu würdigen. Besonderheiten können beispielsweise eine spezielle Rückzahlungsstruktur (zum Beispiel Conditional Pass-Through) oder exotische Deckungswerte (zum Beispiel Kredite an kleine und mittelständische Unternehmen) sein.
- » Die jeweils anwendbaren rechtlichen Grundlagen der Covered Bonds sind im Rahmen der fundamentalen Covered Bond Analyse ebenfalls zu berücksichtigen. Die Covered Bond Gesetze unterscheiden sich zwischen einzelnen Ländern mitunter sehr stark und bieten einen unterschiedlichen Grad an Gläubigerschutzfunktionen. Neben den anwendbaren Covered Bond Gesetzen sind auch Regelungen zu berücksichtigen, die die Emittenten gegebenenfalls individuell in ihren Programmdokumentationen getroffen haben.
- » Covered Bonds wurden zum Beispiel im Aufsichtsrecht für europäische Banken einige Privilegien eingeräumt (beispielsweise grundsätzliche Ausklammerung vom Bail-in, geringere Eigenkapitalunterlegung als unbesicherte Bankanleihen, LCR-Fähigkeit), die an bestimmte Bedingungen geknüpft sind. Da Banken eine wichtige Investorengruppe für Covered Bonds sind, kann deren aufsichtsrechtliche Behandlung im Bankensektor auch Auswirkungen auf den Covered Bond Markt insgesamt haben. In diesem Zusammenhang spielt auch die Möglichkeit eine Rolle, ob Covered Bonds als Sicherheit für Refinanzierungen mit der Europäischen Zentralbank eingesetzt werden können (EZB-Fähigkeit). Die individuelle regulatorische Behandlung von Covered Bonds ist daher im Rahmen der fundamentalen Analyse durch den Analysten zu berücksichtigen.

Qualität der Deckungsmasse

Besonderheiten des Covered Bond Programms

Ausgestaltung der rechtlichen Grundlagen der Covered Bonds

Anwendbarkeit von regulatorischen Privilegien

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

Insbesondere die oben aufgeführten Bausteine „Bonitätseinschätzung des Emittenten“ und „Qualität der Deckungswerte“ beziehen sich stets auf Daten der Vergangenheit. Es lassen sich jedoch möglicherweise Trends erkennen, die vom Analysten analysiert werden müssen. Die fundamentale Einschätzung von Covered Bonds ist in einem sehr hohen Maße von der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung abhängig. Eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums führt beispielsweise in der Regel zu steigenden Insolvenzen, einer höheren Arbeitslosenquote und sinkenden Immobilienpreisen. Dies wiederum kann sich bei Covered Bond Emittenten in einer steigenden Risikovorsorge, geringerer Kreditnachfrage und steigenden Risikoaktiva niederschlagen. Die Kreditqualität der Deckungswerte würde in einem solchen Szenario ebenfalls leiden, sofern Not leidende Darlehen vom Emittenten nicht aus der Deckungsmasse entfernt und ersetzt werden. Daher nutzen die Analysten bei einer Einschätzung der Bonität von Covered Bonds auch Prognosen zur künftigen wirtschaftlichen Entwicklung.

Prognose der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung von Bedeutung

Relevante Faktoren bei der Relative Value-Analyse von Covered Bonds

Im Fixed Income Research werden die Anlageempfehlungen zu einzelnen Covered Bonds in die Kategorien „**Outperformer**“, „**Underperformer**“ und „**Marketperformer**“ unterteilt. Maßgeblich für die Anlageempfehlung bestimmter Covered Bonds ist, ob sich die Anleihen nach der Einschätzung des Analysten in den nächsten sechs Monaten besser, schlechter oder im Gleichschritt mit Covered Bonds aus der relevanten Peergroup bewegen werden. „Outperformer“ bedeutet, dass eine bessere Entwicklung der Covered Bonds im Vergleich zur Peergroup erwartet wird. „Underperformer“ bedeutet, dass eine schlechtere Entwicklung der Covered Bonds im Vergleich zur Peergroup erwartet wird. „Marketperformer“ bedeutet, dass sich die Entwicklung der Covered Bonds nach Einschätzung des Analysten nicht wesentlich von der Entwicklung der Peergroup unterscheiden wird. Die ausgesprochenen Anlageempfehlungen haben eine Gültigkeitsdauer von einem Handelstag.

Kategorien von Anlageempfehlungen

Den Empfehlungskategorien „Outperformer“, „Underperformer“ und „Marketperformer“ liegt die Einschätzung des Analysten zugrunde, wie sich die betreffenden Covered Bonds relativ zu den Vergleichsanleihen in der Peergroup entwickeln. Die Peergroup muss dabei nicht exakt definiert sein. Sie umfasst in der Regel die Anleihen, die im iBoxx € Covered Index oder einem Subindex des iBoxx € Covered Index (zum Beispiel iBoxx € Germany Covered Index oder iBoxx € Covered AA Index) enthalten sind. Im Einzelfall kann auch eine andere Gruppe von vergleichbaren Covered Bonds definiert werden. Die jeweils in einer Anlageempfehlung empfohlenen Covered Bonds sowie die dazu jeweils gewählte Peergroup von Covered Bonds werden in der Studie angegeben.

Erwartete Entwicklung im Vergleich zur Peergroup

Maßstab für die vom Analysten erwartete Entwicklung der jeweiligen gedeckten Anleihen sind verschiedene Komponenten. Neben der laufenden Verzinsung der Anleihen (Carry) ist die Entwicklung der Creditspreads der Covered Bonds im Vergleich zur relevanten Peergroup von Bedeutung. Diese können sich im Prognosezeitraum (sechs Monate) konstant zeigen, ansteigen oder fallen. Für den Investor positiv wären sinkende Creditspreads. Sinkt die Prämie für das Eingehen des Bonitätsrisikos stärker als jene der Peergroup, zeigen die gedeckten Anleihen des betreffenden Emittenten ceteris paribus eine bessere Entwicklung als die der Peergroup.

Carry und Creditspread sind relevant

Basis für die Entscheidung ist dabei die Einschätzung des Analysten zum Bonitätsprofil der Covered Bonds. Generell kommt es dabei darauf an, ob er eine Verbesserung oder Verschlechterung der Bonität erwartet und ob die Kapitalmärkte das auch erwarten. Weitere Faktoren kommen hinzu. Der Analyst muss berücksichtigen, wie

Erwartung zur Entwicklung des Bonitätsprofils

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

sich die generelle Wirtschaftsentwicklung, die Notenbankpolitik, geopolitische Risiken und das Verhalten der Kapitalmärkte in den kommenden Monaten auf die Creditspreads des von ihm betrachteten Covered Bond Emittenten auswirken (siehe „Übergeordnete Faktoren“).

Die Ableitung der Anlageempfehlungen erfolgt also auf der Grundlage einer Kombination aus **Fundamentalanalyse** und **Relative-Value-Analyse**. Die Basis für die Erteilung von Anlageempfehlungen bildet die oben beschriebene Fundamentalanalyse der Bonität der Covered Bonds, die eine ungefähre Einschätzung des Ausfallrisikos der Anleihen ermöglicht. Das DZ BANK Research erstellt dabei jedoch kein aus fundamentalen Daten abgeleitetes „faïres“ absolutes Creditspreadniveau, anhand dessen eine Anlageempfehlung für die Covered Bonds ausgesprochen wird. Die Bewertung erfolgt vielmehr durch einen Vergleich der vom DZ BANK Credit-Research Covered Bonds für die Gesamtheit der Covered Bonds eines Emittenten wahrgenommenen Risiken mit den Risiken für vergleichbare Anleihen unter Berücksichtigung der jeweiligen Creditspreads. **Die Anlageempfehlung ist somit letztlich eine relative Einschätzung**, das heißt, der Analyst muss nicht nur die von ihm analysierten Covered Bonds im Blick haben, sondern auch vergleichbare Covered Bonds.

Zusammenfassung

Quellen: Daten, Studien, Informationen

- » Credit-Research Covered Bond Analysten verwenden ein breites Spektrum an Daten und Informationen. Für die Fundamentalanalyse wird primär auf die Unternehmensberichterstattung abgestellt. Daneben wird auf eine Reihe weiterer Informationsquellen, unter anderem Berichte von Ratingagenturen sowie Nachrichten von Bloomberg zurückgegriffen.
- » Da die Einschätzung der erwarteten fundamentalen Entwicklung von Covered Bonds maßgeblich von der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung (unter anderem Bruttoinlandsprodukt, Arbeitslosigkeit, Immobilienmärkte) in den Kernmärkten, in denen der jeweilige Emittent operiert, bestimmt wird, greifen die Credit-Research Covered Bond Analysten dabei zudem auf diesbezügliche Prognosen und Erwartungen der entsprechenden Analysten des DZ BANK Researchs aber auch auf sonstige geeignete und als zuverlässig eingeschätzte Quellen zurück.
- » Bei der Einschätzung sonstiger für die Beurteilung der erwarteten Wertentwicklung von Covered Bonds relevanter Faktoren greifen die Analysten auf weitere geeignete und zuverlässige Quellen, wie Gesetzestexte und regulatorische Verlautbarungen zurück.
- » Marktrelevante Daten, insbesondere Anleihe- und Indexdaten, beziehen die Analysten im Wesentlichen von Bloomberg und Markit.

Externe Quellen

Interne Quellen

Gesetze etc

Datenanbieter

Da die Analyse von Covered Bonds extrem komplex ist, gilt es, aus der vorhandenen Fülle von Informationen diejenigen herauszufiltern, die nach Einschätzung des Analysten aktuell als maßgeblich für die Entwicklung eines Covered Bonds anzusehen sind.

Filterung der Informationen

METHODENANSATZ FÜR LÄNDERGEWICHTUNGSEMPFEHLUNGEN

Das Credit-Research Covered Bonds der DZ BANK gibt **Gewichtungsempfehlungen** für jedes der gecoverten Covered Bond Ländersegmente ab. Diese Gewichtungsempfehlungen sind regelmäßig in der Publikation Covered Bond Biweekly enthalten und können auch Bestandteil von Einzelstudien sein. Diese ausgesprochenen Gewichtungsempfehlungen stellen **keine Anlageempfehlungen** von einzelnen Anleihen oder Emittenten dar, sondern spiegeln die von uns empfohlene Allokation von einzelnen Marktsegmenten im Verhältnis zum Gesamtmarkt wider. Es handelt sich um Portfolioempfehlungen, die sich auf Regionen und nicht auf einzelne Anleihen oder Emittenten beziehen. Die Gültigkeitsdauer der ausgesprochenen Gewichtungsempfehlungen beträgt sechs Monate.

Die Gewichtungsempfehlungen basieren auf unserer Einschätzung, ob sich die Performance (gemessen an der Entwicklung der Notierung des Creditspreads des Index) von Covered Bonds aus einem bestimmten Ländersegment (Subindex des iBoxx € Covered Indexes) auf Sicht der nächsten sechs Monate im Durchschnitt deutlich besser (Empfehlung: Übergewichten) oder deutlich schlechter (Empfehlung: Untergewichten) im Vergleich zum iBoxx € Covered Index (Gesamtmarkt) entwickeln wird. Bei einer neutralen Gewichtung erwarten wir, dass das betreffende Ländersegment keine im Vergleich zum iBoxx € Covered Index deutlichen Performanceunterschiede zeigen wird. Unsere Gewichtungsempfehlungen berücksichtigen vor allem aktuelle Entwicklungen im Covered Bond Markt und Relative-Value Überlegungen sowie makroökonomische Faktoren inklusive politischer Risiken.

Der iBoxx € Covered Index ist ein Anleihekorb und wird von Markit festgelegt und berechnet. Damit gedeckte Anleihen in den iBoxx € Covered Index aufgenommen werden können, müssen diese bestimmten Anforderungen genügen. Hierzu zählen unter anderem: Anleihewährung ist Euro, festverzinslicher Kupon, im Durchschnitt ein von Markit errechnetes Rating im Investmentgrade-Bereich (BBB Kategorie), Restlaufzeit mindestens ein Jahr, Emissionsvolumen mindestens 500 Mio. Euro. Da es sich um einen Anleihekorb handelt, können sich die durchschnittlichen Durationen der verschiedenen Ländersegmente (Subindices) unterscheiden. Insbesondere aufgrund von Neuemissionen und näher rückenden Fälligkeiten ändert sich die Zusammensetzung des Anleihekorb in regelmäßigen Intervallen.

Portfolioempfehlungen, keine Anlageempfehlungen

Kategorien von Gewichtungsempfehlungen

Erläuterungen zum iBoxx € Covered Index

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, 2019
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 Wertpapier-
dienstleistungsunternehmen erstellt.

**Finanzanalysen sind unabhängige Kundeninformationen, die allgemei-
ne 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**
zur **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 Wertpapierdienstleistungsun-
ternehmen 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 beaufsic-
tigt 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.

- **Technische (Chart-) Analyse (Tertiärtrend):**

Die kurzfristige technische Bewertung bezieht sich auf die kurze tertiäre
Bewegung der Aktie:

„Positiv“ bedeutet, dass in der folgenden Woche mit einer absoluten Kurs-
steigerung gerechnet werden kann.

„Negativ“ bedeutet, dass in der folgenden Woche mit einem absoluten
Kursverfall gerechnet werden kann.

„Neutral“ bedeutet, dass in der folgenden Woche mit keiner absoluten
Kursveränderung gerechnet werden kann.

- **Technische (Chart-) Analyse (Sekundärtrend):**

Die längerfristige technische Bewertung bezieht sich auf die kürzere se-
kundäre Bewegung der Aktie:

„Positiv“ bedeutet, dass die in den folgenden sechs Monaten erwartete ab-
solute Kurssteigerung größer als 10% sein kann.

„Negativ“ bedeutet, dass der in den folgenden sechs Monaten erwartete
absolute Kursverfall größer als 10% sein kann.

„Neutral“ bedeutet, dass die in den folgenden sechs Monaten erwartete
absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegen kann.

4.2 Fixed-Income-Instrumente:

Maßgebend für die Anlageempfehlung zu einem **Emittenten** ist, ob sich
seine Anleihen nach der Einschätzung der DZ BANK in den folgenden
sechs Monaten besser, schlechter oder im Gleichschritt mit den Anleihen
vergleichbarer Emittenten bewegen können. Die nachfolgend definierten
Empfehlungskategorien beziehen sich sowohl auf ‚erstrangige unbesicherte
Anleihen‘ in Euro und im Falle von Emerging Markets Emittenten in Einzel-
fällen auch in US-Dollar als auch auf Covered Bonds (besicherte Bankan-
leihen) in Euro:

"Outperformer" bedeutet, es wird eine bessere Entwicklung für die Anlei-
hen des Emittenten als für die Anleihen der Vergleichsemittenten erwartet.

"Underperformer" bedeutet, es wird eine schlechtere Entwicklung für die An-
leihen des Emittenten als für die Anleihen der Vergleichsemittenten erwartet.

"Marketperformer" bedeutet, es wird erwartet, dass sich die Entwicklung
der Anleihen des Emittenten nicht wesentlich von der Entwicklung der An-
leihen der Vergleichsemittenten unterscheiden wird.

4.3 Kategorien für isolierte Aussagen ohne Anlageempfehlung

Aussagen über die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **An-
lageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emitten-
ten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definier-
ten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer
definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten
Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definier-
ten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendena-
ristokraten**), ihrer **Ländergewichtungsempfehlungen für besicherte
Bankanleihen** und ihr **CRESTA-SCORE-MODELL**, sind **keine selbst-
ständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfeh-
lungen**.

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

5. Vorgesehene Aktualisierungen und Geltungszeiträume von Anlage- empfehlungen

5.1 Die Häufigkeit der **Aktualisierung** von **Finanzanalysen** hängt insbesonde-
re von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, von den

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

- 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 |
| Technische (Chart-) Analyse (Tertiärtrend) | eine Woche |
| Technische (Chart-) Analyse (Sekundärtrend) | sechs Monate |
- Fixed-Income-Instrumente:**
- | | |
|--|----------------|
| Emittenten (erstrangige unbesicherte Anleihen) | sechs Monate |
| Emittenten (besicherte Bankanleihen) | ein Handelstag |
- 5.4 Die Bewertungen isolierter Aspekte ohne Anlageempfehlung** haben folgende Geltungszeiträume:
- Nachhaltigkeitsanalysen:** zwölf Monate
- 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
- Aktienindizes (technisch / Chartanalyse):** eine Woche
- Aktienindizes (technical daily):** Publikationstag
- Währungsräume:** sechs bis zwölf Monate
- Allokation von Marktsegmenten:** ein Monat
- Ländergewichtungsempfehlungen für 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 von 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-Publikationen 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.**
- 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 (sogenannte „**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.

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

- 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 in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (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 vor genannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum** 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. Reuters, Bloomberg, VWD, 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 Researchanalysen oder Researchberichten, 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 Interesse 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.

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.

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

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

Emittent	Covered Bond Programm	Gültigkeitstag	Anlageurteil
Aktia Bank	Hypotheken Covered Bonds	07.03.2019	Marketperformer
Danske Mortgage Bank	Hypotheken Covered Bonds	07.03.2019	Marketperformer
Nordea Mortgage Bank	Hypotheken Covered Bonds	07.03.2019	Marketperformer
OP Mortgage Bank	Hypotheken Covered Bonds	07.03.2019	Marketperformer
Sbanken Boligkreditt	Hypotheken Covered Bonds	05.03.2019	Outperformer
Sparebanken Sør Boligkreditt	Hypotheken Covered Bonds	05.03.2019	Outperformer
Sp Mortgage Bank	Hypotheken Covered Bonds	07.03.2019	Marketperformer

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. 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 Singapur 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.
2. 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.
3. 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 Kursersparungen, 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.

4. 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.
5. 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 Dokumentes 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.
6. 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.
7. 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 Limited

Weder 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 Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige

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

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

Seitens Markit 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 Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rah-

men 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.

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	Gesamtbanksteuerung Zentral, Süd	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Gesamtbanksteuerung West, Nord/Ost	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	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	Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
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