

Emerging Markets

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Methodenansatz Credit- Research Emerging Markets Staaten

ANLEIHEN

Fertiggestellt:
25.4.2019 14:56 Uhr

Ersteller:
Tobias Gruber, CIIA/CEFA, ANALYST
+49 211 778-3436
tobias.gruber@dzbank.de

Das Credit-Research Emerging Markets 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 „**Emerging Markets**“ werden Staaten und Unternehmen aus sogenannten Schwellenländern zusammengefasst. Innerhalb des DZ BANK Credit-Research Emerging Markets werden derzeit 10 Staaten (Sovereigns) sowie fünf Unternehmen (Corporates) aus Schwellenländern betrachtet und analysiert, wobei wir ausschließlich für die **Anleihen** der fünf Unternehmen eine Anlageempfehlung aussprechen.

Der Begriff „**Anleihen**“ bezieht sich dabei und auch in den folgenden Ausführungen regelmäßig auf **in Euro denominierte festverzinsliche unbesicherte vorrangige (Senior Unsecured) Anleihen** des jeweiligen Emittenten. Im Emerging Markets Research wird der Begriff Anleihen – sofern der Emittent ein Staat ist – zudem auch auf **in US-Dollar denominierte festverzinsliche unbesicherte vorrangige (Senior Unsecured) Anleihen** des jeweiligen Emittenten angewendet.

Die vorliegende Methodenstudie bezieht sich ausschließlich auf die Betrachtung von **Emerging Markets Staaten**. Für die Analyse der Emerging Markets Corporates verweisen wir auf die Methodenstudie zu Unternehmensanleihen.

Die Darstellung der Emerging Markets Staaten wird ohne jede Bewertung von Emittent und Anleihe erstellt („Coverage light“) vorgenommen, das heißt es werden nur Tatsachenzusammenstellungen erstellt. In der vorliegenden Methodenstudie werden die Faktoren dargelegt, die für die Darstellung der Emerging Markets Staaten relevant sind und auf denen die Tatsachenzusammenstellungen beruhen.

Die Studien beinhalten kein Credit Rating im Sinne der Verordnung (EU) 1060/2009 vom 16. September 2009 über Rating Agenturen.Text

THEORETISCHE BASIS

Bei der Darstellung der Anleihen der jeweiligen Emittenten wird auf folgende Credit Spreads zurückgegriffen.

Government Spread (Bund-Spread; US-Treasury-Spread)

Aufgrund der umfangreichen Wirtschaftskraft ihrer Emittenten, die sich unter anderem in sehr guten Bonitätsnoten von Rating Agenturen widerspiegelt, werden die Staatsanleihen der Bundesrepublik Deutschland (Bundesanleihen) sowie die Staatsanleihen der Vereinigten Staaten von Amerika (US-Treasuries) allgemein als quasi-risikofreie Anleihen eingeschätzt. Anleihen von Schwellenländern werden hingegen aufgrund der niedrigeren Wirtschaftskraft und/oder anderer politischer und ökonomischer Länderfaktoren allgemein als risikobehaftet angesehen.

Somit bilden die Renditen der Bundesanleihen für in Euro denominierte Anleihen von Emerging Markets und die Renditen von US-Treasuries für in US-Dollar denominierte EM-Anleihen die Basis der Spread-Berechnung. Der Spread ist die Differenz aus der Rendite der Emerging Markets-Anleihe und der Rendite der unterliegenden und laufzeitenähnlichen Anleihe der Bundesrepublik Deutschland beziehungsweise der Vereinigten Staaten von Amerika. Der Spread (analog Credit-Spread oder Risikoaufschlag) ist als Differenz zwischen der risikolosen und der risikobehafteten Anleihe ein Indikator für das Kreditrisiko der Anleihe.

Asset Swap Spread (ASW)

In einzelnen Darstellungen (oder ähnlichem) verwendet das Emerging Markets Research den Asset Swap Spread. 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 ein Aufschlag über der relevanten Zinskurve angeben. Dieser Aufschlag stellt den Credit-spread dar und ist ein Indikator für das Kreditrisiko dieser Anleihe.

RELEVANTE FAKTOREN IN DER DARSTELLUNG VON EMERGING MARKETS STAATEN

Die Darstellung der Emerging Markets basiert ausschließlich auf der Zusammenstellung von Tatsachen, die wiederum verschiedene Faktoren berücksichtigt. Die Darstellungstiefe ist dabei stark davon abhängig, welche Informationen die einzelnen Staaten bereitstellen. Die unten aufgezählten Faktoren sind eine wesentliche Auswahl und können vollständig oder teilweise berücksichtigt werden.

» **Darstellung der Politik-, Standort- und Sozialindikatoren**

Die Darstellung der Politik-, Standort- und Sozialindikatoren basiert einmal auf der fortlaufenden Lektüre von Länderberichten und Ländernachrichten (zum Beispiel aus Tages- und Wirtschaftszeitungen) sowie auf der Betrachtung einer Vielzahl von allgemein anerkannten Expertenbefragungen und öffentlich verfügbaren Ranglisten. Hierzu zählen Indizes zum Entwicklungsgrad eines Landes, zur Beurteilung der Arbeit von Regierung und Institutionen, zum Grad der gesellschaftlichen Freiheit sowie zu den Standortbedingungen. Gute Werte in den entsprechenden Indizes und Ranglisten deuten auf vergleichsweise günstige und freiheitliche Lebensumstände sowie auf funktionierende politische Strukturen und Institutionen hin. Dies lässt wiederum erhöhte politische Stabilität erwarten und somit auf eine nachhaltige Planbarkeit in der ökonomischen Entwicklung (zum Beispiel für Investitions- und Konsumentscheidungen) schließen.

» Darstellung der wirtschaftlichen Strukturen

Die Darstellung der wirtschaftlichen Strukturen soll einen Überblick über das aktuelle Wohlstandsniveau eines Landes sowie die potenziellen Möglichkeiten zur Erhöhung dieses Wohlstandsniveaus (zum Beispiel durch Wirtschaftswachstum) geben. Darüber hinaus soll ein Eindruck davon gewonnen werden, wie schwankungsanfällig eine Volkswirtschaft gegenüber ex- und internen Einflüssen ist. Die Fähigkeit eines Landes, über wettbewerbsfähige und am Weltmarkt nachgefragte Exportgüter die Einnahme von Devisen zu generieren, spielt in den Betrachtungen ebenfalls eine Rolle. Tendenziell ist eine große und breit diversifizierte Volkswirtschaft mit hohem Wohlstandsniveau im Wachstumspfad stabiler, da sich eine solche Volkswirtschaft auch auf einen breiten und kaufkräftigen Binnenmarkt sowie eine Vielzahl von Produkten und Abnehmern stützen kann und somit Ausfälle im Export oder Preisrückgänge in einem Produkt besser kompensieren kann. Eine kleine Volkswirtschaft, die im Export stark auf eine Region oder ein Produkt (oftmals Rohstoffe) ausgerichtet ist, kann – zum Beispiel bei Preisbewegungen auf den internationalen Märkten für dieses Produkt – hingegen deutlich schwankungsanfälliger sein. Ein niedriges Wohlstandsniveau deutet zudem auf geringere Produktions-Ressourcen (nicht zuletzt Kapital) und damit gegebenenfalls auf Nachteile im Wachstumspotenzial. Für die Darstellung werden insbesondere das BIP-pro-Einwohner, die Wachstumsprognosen, die Exportstrukturen, Aspekte der volkswirtschaftlichen Diversifikation, die Investitionstätigkeit sowie die Geldpolitik herangezogen.

» Darstellung der Finanzlage des Staates

Im Zentrum der Darstellung der Finanzlage eines Staates stehen Kennzahlen zur Schuldenhöhe und Budgetpolitik sowie daraus abgeleitet zur (längerfristigen) Schuldentragfähigkeit eines Staates. Moderate Defizite (oder Überschüsse) im Staatshaushalt sowie eine vergleichsweise niedrige Staatsverschuldung, ausgedrückt als Quote in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, sprechen in der Regel für eine erhöhte fiskalpolitische Flexibilität in der Wirtschaftspolitik sowie für eine positive Kapitalmarktwahrnehmung, welche wiederum auf einen günstigen Zugang zu den Finanzierungsmärkten und eine niedrigere Zinsbelastung hindeutet. Erhöhte Defizite im Staatshaushalt sowie eine bereits hohe Staatsverschuldung bergen oftmals die Gefahr einer anhaltend unvorteilhaften Dynamik in der Verschuldung beziehungsweise lassen darauf schließen, dass der Staat gewisse Anstrengungen zur Schuldenreduzierung unternehmen muss und damit Ressourcen für andere (produktivere) Zwecke fehlen. Dabei wird regelmäßig das aktuelle Niveau der Staatsverschuldung sowie des Budgetsaldos (jeweils in Relation zum BIP) aber auch die Historie und die vorliegenden Prognosen für diese Indikatoren dargelegt. Abgeleitete Kennzahlen wie die Staatsverschuldung in Beziehung zu den Staatseinnahmen runden das Bild ab. Zudem fließen – soweit möglich – die Strukturen der staatlichen Einnahmen und Ausgaben sowie die Höhe gegebenenfalls existierender Eventualverbindlichkeiten (aus Garantien etc.) in die Darstellung ein.

» Darstellung der externen Verschuldungs- und Liquiditätssituation

Im Kern der Darstellung der externen Verschuldungs- und Liquiditätssituation stehen die Höhe und Struktur der Auslandsverschuldung sowie das Verhältnis von externen Vermögenswerten zu externen Verbindlichkeiten. Allgemein werden die Höhe der Auslandsverbindlichkeiten (relativ zum BIP), die Strukturen der Auslandsverschuldung (soweit möglich nach Fristigkeit, Währungszusammensetzung und Verwendungszweck) sowie der Fähigkeit, Exporterlöse in fremder Währung (in der Regel USD) zu erzielen, dargestellt. Zusätzlich erfolgt ein Blick auf die externe Liquiditätsposition eines Landes, wobei hier generell ei-

ne Reihe an unterschiedlichen Abgrenzungskonzepten existiert. Wir betrachten regelmäßig die Devisenreserven als externe Vermögenswerte und stellen diesen als externen Finanzierungsbedarf maßgeblich den kurzfristigen Anteil der Auslandsverschuldung sowie den Finanzierungsbedarf, der sich aus einem eventuellen Defizit in der Leistungsbilanz ergibt, gegenüber. Ein Fehlbetrag in der Leistungsbilanz ergibt sich vereinfacht gesagt, wenn ein Land aus dem internationalen Austausch von Gütern, Dienstleistungen und Faktoreinkommen weniger einnimmt als es aufwenden muss. Eine Darlegung der Leistungsbilanzstrukturen runden das Bild ab.

Die oben aufgeführten Bausteine beziehen sich vielfach auf Daten der Vergangenheit. Darüber hinaus wird bei der Darstellung aber auch auf Prognosen für zahlreiche relevante Kennzahlen – zum Beispiel für die Entwicklung des Wirtschaftswachstums oder der Staatsverschuldung – zurückgegriffen. Die fundamentale Lage eines Landes ergibt sich – wie die oben geschilderten Aspekte verdeutlichen – aus einer Vielzahl an politischen und wirtschaftlichen Einflussfaktoren. Diese Faktoren sind zwar in der Regel auf alle Emittenten anwendbar, die individuelle Bedeutung eines Faktors für ein bestimmtes Land kann jedoch durchaus unterschiedlich sein und sich zudem im Zeitablauf verändern.

Daneben ist eine Reihe weiterer Faktoren für die fundamentale Entwicklung eines Landes entscheidend und wird daher ebenfalls in der Darstellung berücksichtigt. Dabei geht es um eine Vielzahl von Faktoren, die nur bedingt im Einfluss eines individuellen Staates stehen. Allgemein gesagt handelt es sich um die geographische Lage und Größe – sowie teilweise die jeweilige Historie – eines Landes. Spezifischer zu nennen sind politische Aspekte nationaler oder globaler Art, wie zum Beispiel der Handels- und Wirtschafts- aber auch der Sicherheitspolitik sowie politische Unsicherheiten, Kriege, Konflikte oder Probleme in einzelnen Ländern. Zu nennen sind ebenfalls globale Trends für Rohstoffpreise, Einflüsse aus der Geldpolitik der Notenbanken der großen Industrieländer sowie wichtige politische Ereignisse in den dominierenden Wirtschaftseinheiten (EU, USA, aber auch China und Japan).

QUELLEN: DATEN, STUDIEN, INFORMATIONEN

- » Bei der Darstellung von EM-Staaten wird ein breites Spektrum an Daten und Informationen verwendet. Den Rahmen bilden dabei die volkswirtschaftlichen Prognosen des DZ BANK Research wie Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und seiner Komponenten, Teuerungsraten, Daten zur Weltkonjunktur und ähnliche Größen. Für die fundamentale Darstellung wird zudem auf die originären, d.h. von dem Land (beispielsweise der Zentralbank, der Regierung oder der Statistikbehörde) veröffentlichten Berichte und Zahlen abgestellt. Darüber hinaus werden Länderberichte und Länderdaten internationaler Organisationen (zum Beispiel IWF, Weltbank, OECD, Eurostat) herangezogen. Daneben greift der Analyst auf eine Reihe weiterer Informationsquellen, unter anderem die Berichte der Ratingagenturen Moody's, S&P und Fitch sowie Nachrichten von Bloomberg und weiterer Medien zurück.
- » Da die Einschätzung der erwarteten fundamentalen Entwicklung eines Landes maßgeblich von der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung in den Kernmärkten, deren wirtschaftliche Dynamik das globale Wachstum stark beeinflusst, 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 im Wesentlichen 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, 2019
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung
der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

- 1.1** Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt. **Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente enthalten**. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.
- 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** sowie zu **Methoden** und **Verfahren** können **kostenfrei eingesehen** und **abgerufen** werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. 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

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. Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen

Nicht jede Sonstige Research-Information enthält eine Aussage über eine bestimmte Investition oder deren Bewertung. Die verwendeten **Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen** der DZ BANK haben die nachfolgenden Bedeutungen.

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

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**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihrer **Ländergewichtungsempfehlungen für besicherte Bankanleihen** und ihr **CRESTA-SCORE-MODELL**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

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

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.

4.3 Aktienindizes

Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein** und im **Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein.

"Attraktiv" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.

"Unattraktiv" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten nur sehr niedrige Erträge oder auch Verluste zeigen kann.

"Neutral" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Maßgebend für die Allokation von Marktsegmenten und die Ländergewichtungsempfehlungen für Covered Bonds ist der Vergleich eines Subsegments zur Gesamtheit der Subsegmente des jeweiligen Marktes:

"Übergewichten" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment eine deutlich bessere Performance als die Gesamtheit der Subsegmente zeigen kann.

"Untergewichten" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment eine deutlich schlechtere Performance als die Gesamtheit der Subsegmente zeigen kann.

"Neutral gewichten" bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment im Vergleich zur Gesamtheit der Subsegmente keine deutlichen Performanceunterschiede zeigen wird.

4.6 Derivate

Bei Derivaten (**Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future**) **indizieren** die verwendeten **Pfeile (↑)(↓)(→)** nur die **Trendrichtung**, beinhalten jedoch **keine Anlageempfehlung**. Die Trendrichtung leitet sich allein aus der Anwendung allgemein anerkannter technischer Analyseindikatoren ab, **ohne** eine eigene **Bewertung des Analysten** wiederzugeben.

4.7 Rohstoffe

„Pfeil nach oben (↑)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.

„Pfeil nach unten (↓)“ bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

„Pfeil nach rechts (→)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

4.8 Credit Trend Emittenten

Basierend auf der Einschätzung zur Ratingentwicklung der Agenturen sowie dem **DZ BANK CRESTA-SCORE** Prognose-Modell gilt:

„**Positiv**“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten Heraufstufungen durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch,

„**Negativ**“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten Ratingverschlechterungen durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch,

„**Stabil**“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten unveränderter Ratings durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch. Hat keine der Agenturen S&P, Moody's und Fitch ein Rating vergeben, erfolgt keine Einschätzung zum Credit-Trend für den betreffenden Emittenten.

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

5.1 Die Häufigkeit der Aktualisierung von **Sonstigen Research-Informationen** hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, 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** Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**.

Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag der Publikation**.

5.3 Die **Geltungszeiträume** für **Sonstige Research-Informationen** sind bei:

Nachhaltigkeitsanalysen:	zwölf Monate
Analysen nach dem Value-Ansatz:	ein Monat
Analysen zur Asset Allokation (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

5.4 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend und unangekündigt unterbleiben**.

5.5 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, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

6.1 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.

6.2 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.

- 6.3 Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.
- 6.4 **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.**
- 6.5 Insbesondere durch die in **Absatz 6.2** 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.
- 6.6 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.
- 6.7 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, 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. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen 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 **Sonstige Research-Information** 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 Sonstigen Research-Information verstehen und bewerten zu können.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz** freigegeben.

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.

7.2 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.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

Eine **Sonstige Research-Information** kann eine **fachkundige Beratung** für entsprechende Investitionen **keinesfalls ersetzen**. Sie kann daher

nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition in einen Analysegegenstand sein.

8. 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.

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 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.
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 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.

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 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 dersel-

ben, 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 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.