



Ratings – Fluch oder Segen?

17. DIRK-Konferenz, Frankfurt 17. Juni 2014

Dr. Patrick Kohlmann

Credit Research

patrick.kohlmann@commerzbank.com

Ratings - Fluch oder Segen

Credit Risk refers to the risk that a borrower will default on any type of debt by failing to make required payments“

Definition

- › Interne oder externe Einordnung der Schuldnerqualität
- › Bezogen auf Verbindlichkeiten von Unternehmen und Staaten

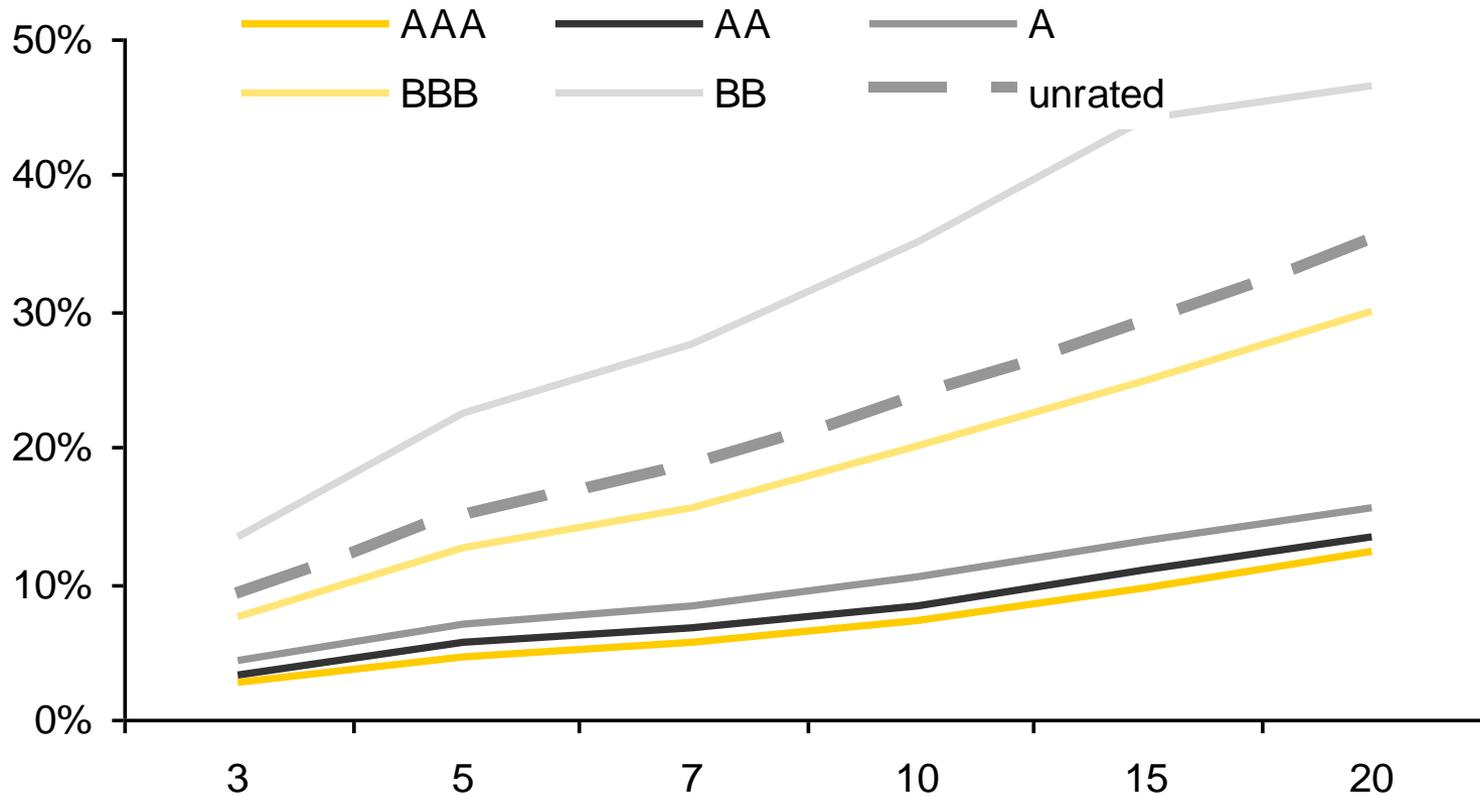
Bedeutung:

Reduzierung der Informationsasymmetrie zwischen Emittent und Investor

- › Verdichtung der komplexen Bonitätsbeurteilung auf eine Kennzahl
 - Nachfrage seitens Rating-getriebene Investoren (Anlagepolitik)
 - Abbildung durch Indexkriterien (z.B. iBoxx € Corp)

Bedeutung von credit ratings für Institutionelle Investoren 1/2

Bsp Kapitalunterlegung bei Versicherungen 1/2



Bedeutung von credit ratings für Institutionelle Investoren 2/2

Rating	Solvency II						Basel III
	3	5	7	10	15	20	
AAA	2.7%	4.5%	5.6%	7.2%	9.7%	12.2%	20%
AA	3.3%	5.5%	6.7%	8.4%	10.9%	13.4%	20%
A	4.2%	7.0%	8.4%	10.5%	13.0%	15.5%	50%
BBB	7.5%	12.5%	15.5%	20.0%	25.0%	30.0%	100%
BB	13.5%	22.5%	27.5%	35.1%	44.1%	46.6%	100%
unrated	9.0%	15.0%	18.4%	23.4%	29.2%	35.0%	150%

Risikogewicht für Corporates im BB-Bereich höher als für ungeratete credits

Ratings: How to assess credit quality?

The crowd is always wrong...but no one can be right all the time

Auswahl verschiedener Vorgehensweisen:

- Quantitativ (z.B. KMV-type models)
- Scoring (z.B. Altman's Z-Score Model)
- Fundamental (Ratingagenturen)
- Commerzbank Credit Research



Credit-Investor mit Downside-Risiken konfrontiert; asymmetrisches Auszahlungsprofil

Strukturmodelle (Merton, KMV..): Default = assets < liabilities

Net present value zukünftiger Cash Flows kann nicht marktbewertet abgelesen werden.

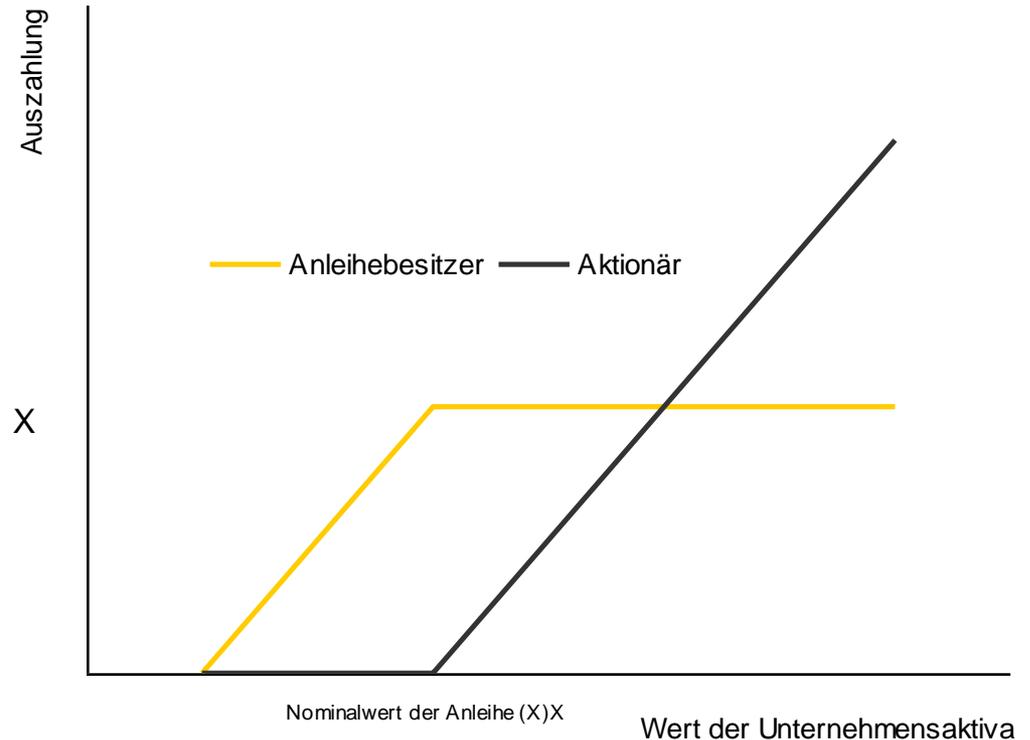
=> Aktienmarkt, Optionstheorie

Aktien: LC auf corporate assets

Strike: Buchwert Verbindlichkeiten

=> Differenz erwarteter Assetbewertung und Buchwert der Verbindlichkeiten ergibt Defaultprob.

Höhere Aktienvola => niedrigeres Rating



Credit-Investor mit Downside-Risiken konfrontiert; asymmetrisches Auszahlungsprofil

Altman's Z-score (1/2)

Scoring-Modell: Empirische Analyse des Zusammenhangs zwischen Finanzkennzahlen und Ausfallraten

› Inputfaktoren:

- Working Capital / Total Assets
- Retained Earnings / Total Assets
- EBIT / Total Assets
- Market Value of Equity / Book value of total liabilities
- Sales / Total Assets

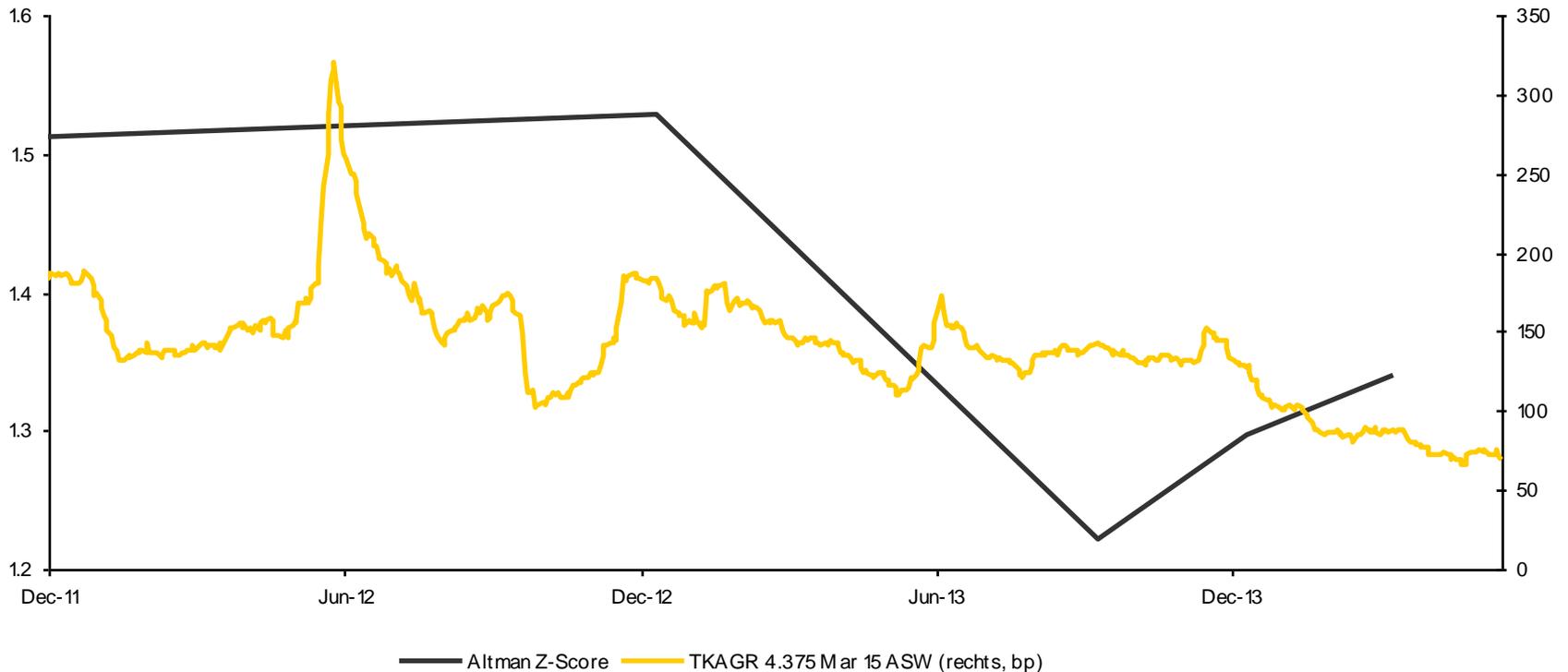


Aussage über die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls. Einzige Basis: Bilanzzahlen

Altman's Z-score (2/2)

Input: Bilanzdaten

- Updates maximal Quartalsweise möglich, Bilanzzahlen spiegeln Vergangenheit wider
- Korrelation mit Spreads gering



Einfaches Modell mit begrenztem Nutzen

How to assess Credit risk: Ratingagenturen (1/4)

› Analyse der fundamentalen Einflussfaktoren

Rating Factor / Sub-Factor Weighting

Broad Rating Factors	Broad Rating Factor Weighting	Rating Sub-Factor	Sub-Factor Weighting
1) Size, Scale, Business Model and Competitive Environment	25%	A) Size and Scale (Total Revenues)	15%
		B) Business Model and Competitive Environment	10%
2) Operating Environment	20%	A) Regulatory and Political	8%
		b) Technology Risk	7%
		C) Market Share	5%
3) Strategy and Financial Policies	5%	A) Management's Financial Strategy	5%
4) Operating Performance	10%	A) EBITDA Margin	6%
		B) EBITDA Trends	4%
5) Financial Strenghts	40%	<u>Leverage & Cash Flow:</u>	
		A) Debt / EBITDA	7%
		B) FCF / Debt	7%
		C) RDF / Debt	10%
		<u>Coverage</u>	
		D) FFO + Int. Exp. / Gross Int. Exp	8%
E) EBITDA-CAPEX / Gross Int. Exp	8%		
Total	100%	Total	100%

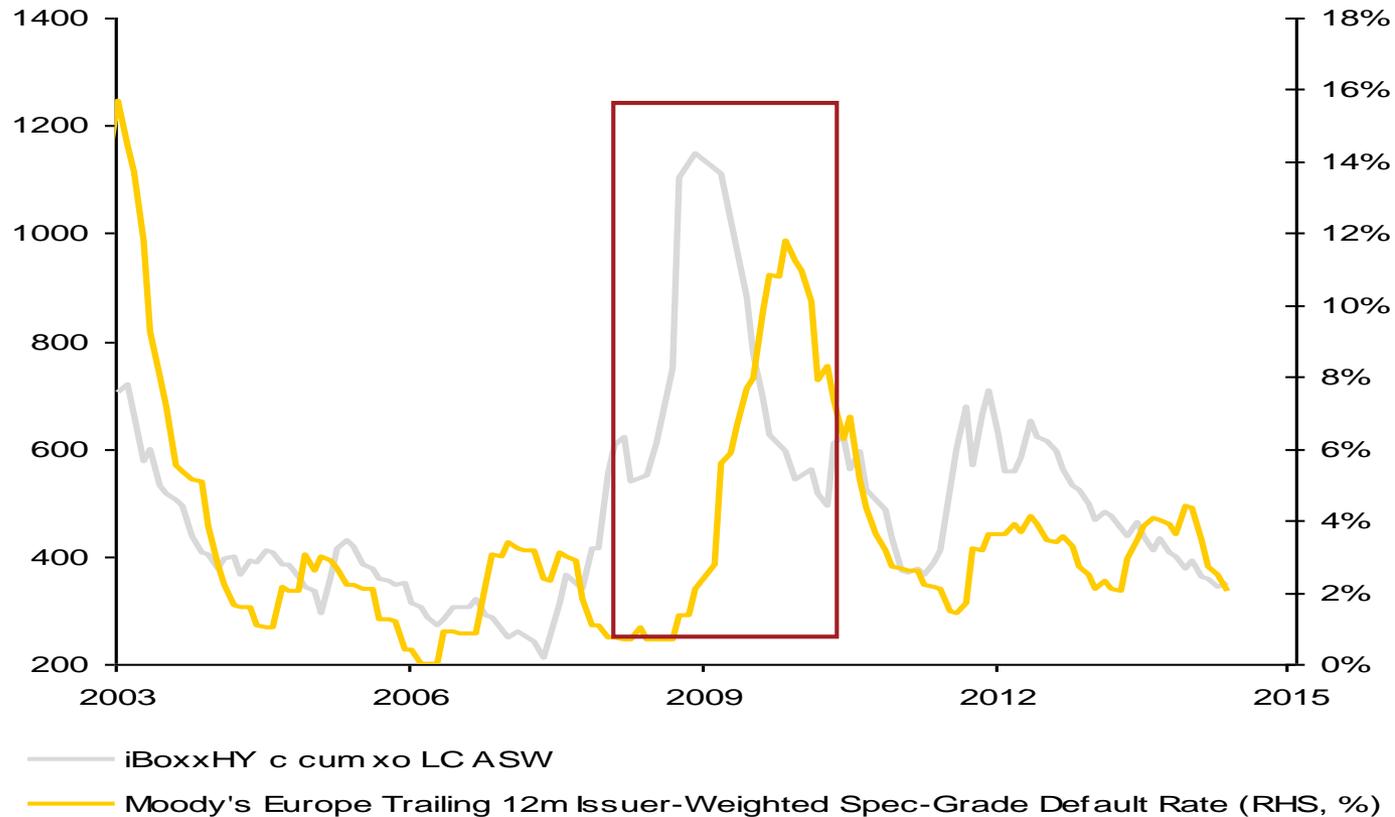
Durchschnittliche 1-Jahres Ausfallrate, 1920 - 2013	Rating	%
Aaa		0.00%
Aa		0.07%
A		0.10%
Baa		0.27%
Ba		1.26%
B		3.48%
Caa		11.47%
Ca-C		25.64%

Quelle: Moody's



Insbesondere Marktbewertung spielt keine Rolle bei Ratingvergabe

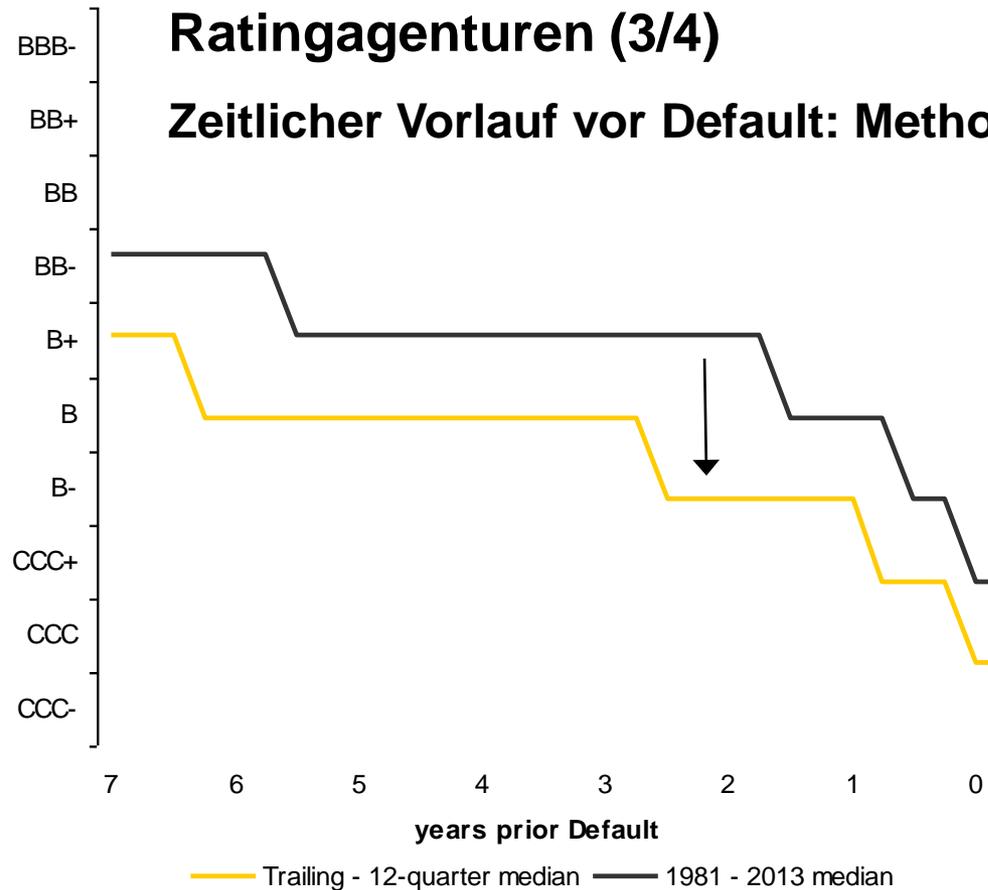
How to assess credit risk: Ratingagenturen (2/4)



2009: Markt antizipiert bereits steigende Ausfallwahrscheinlichkeiten; Spreads beinhalten dementsprechend wertvolle Informationen

Ratingagenturen (3/4)

Zeitlicher Vorlauf vor Default: Methodikänderung



Historisch: Rating ein Jahr vor Ausfall bei 'B'.

Methodikänderungen haben diese Diskrepanz verringert. Inzwischen liegt das durchschnittliche Rating ein Jahr vor Ausfall im CCC-Bereich.

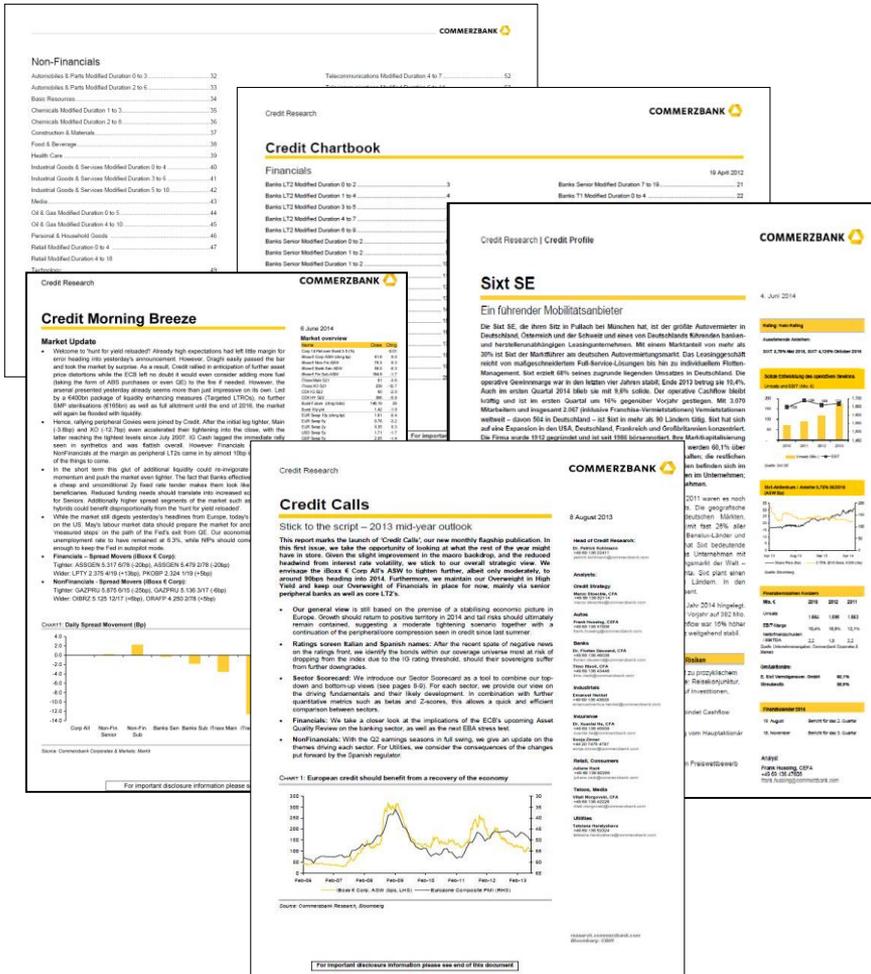
..Ratingagenturen (4/4): Beispiel TKAGR

› 2009: Downgrades durch S&P ohne Markteinfluss oder schlechteres Rating = niedrigerer Spread?



Investorensicht: Fundamentalanalyse und Markteinschätzung notwendig

How to assess Credit risk: Commerzbank Credit Research



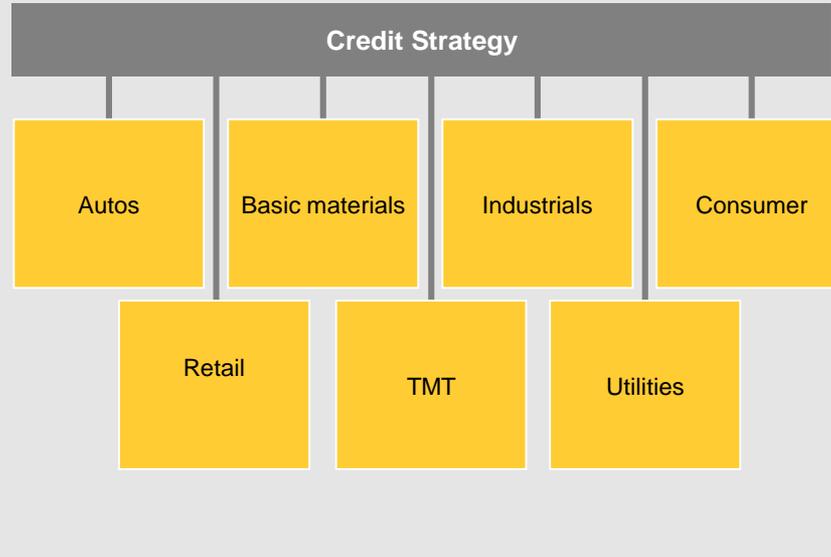
The collage displays several key research documents:

- Non-Financials:** A table listing various sectors like Automobiles & Parts, Chemicals, and Health Care with their respective credit ratings.
- Credit Chartbook:** A section titled 'Financials' showing credit ratings for various bank series (e.g., Series L12 Modified Duration 0 to 2).
- Credit Morning Breeze:** A report dated 6 June 2014, featuring a 'Market Update' section with bullet points on yield spreads, credit ratings, and market movements.
- Credit Calls:** A report dated 8 August 2013, titled 'Stick to the script – 2013 mid-year outlook', discussing the launch of 'Credit Calls' and the outlook for Europe and the US.
- Credit Profile:** A report titled 'Sixt SE Ein führender Mobilitätsanbieter' dated 4. Juni 2014, providing an overview of the company's financials and credit strategy.
- Credit Strategy:** A report dated 10 August 2014, discussing the bank's strategy for the upcoming year, including a focus on the 'Sixt' company.

Our focus

Our target universe consists of issuers from *iBoxx Euro Corporates (Investment grade)* and a selected group from the high-yield spectrum. We focus on sectors with significant German issuers and their respective peers.

The single bond focussed bottom-up approach is backed by a the credit strategy team, which is also focused on the generation of trade ideas.



Commerzbank credit research: Integrierter Ansatz

Fundamentals: Analyse allg verfügbare Finanzkennzahlen (idiosynkratisches Risiko)

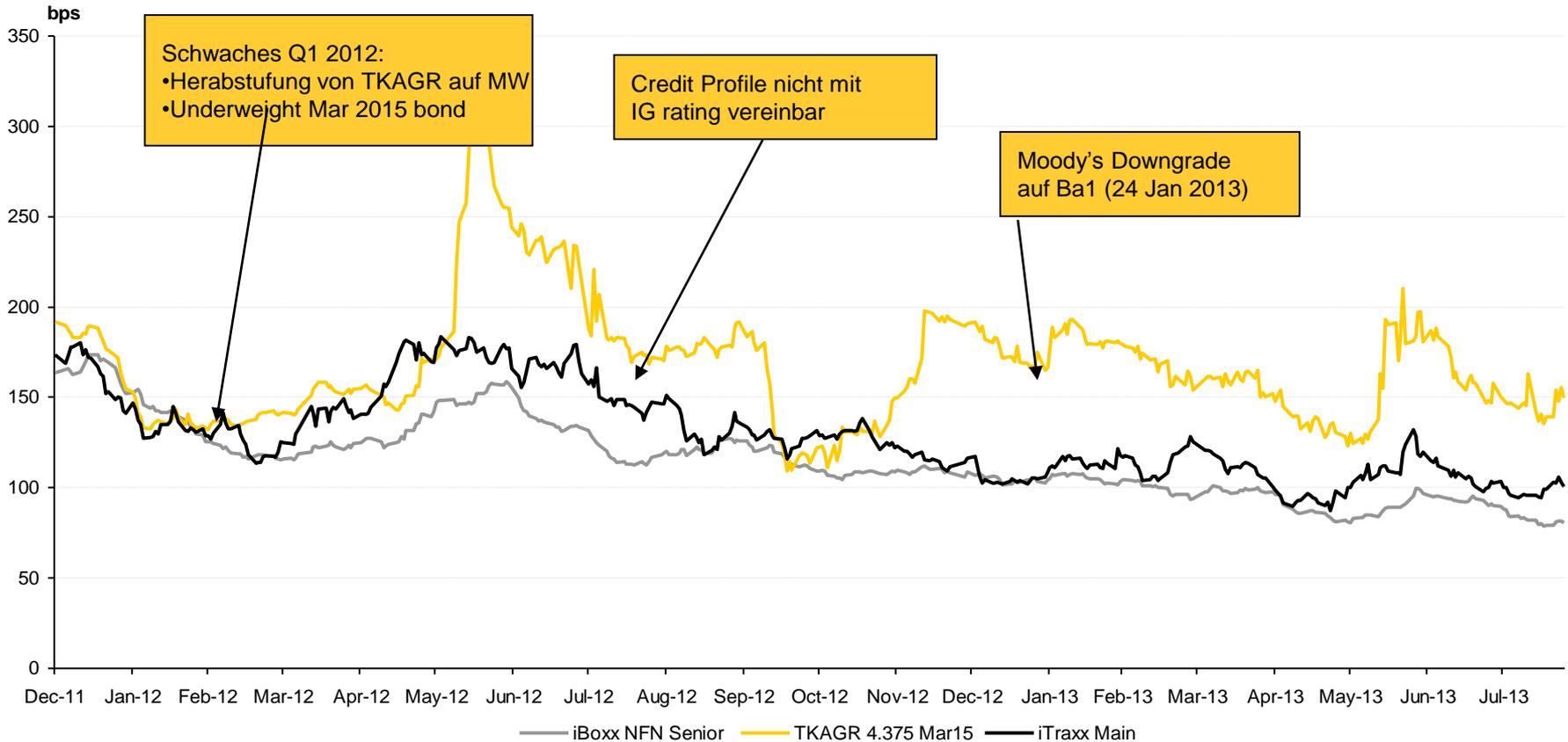
- › Ein-Jahres-forecasts der credit metrics
- › Emittent im Sektorvergleich
- › Vergleich einzelner Bonds
- › Headline risk
- › Regulatorisches Umfeld

Einbeziehung market technicals, quantitative Ansätze

- › Big picture (macro outlook, Zentralbanken..)
- › Investorenverhalten
- › Bewertung von credits, credit curves, government bonds, CDS, Aktien, Aktienvola..)
- › Neuemissionstrends
- › Modellierung Bewertung Nachranganleihen
- › Portfolioaspekte

Credit research: value added

Beispiel ThyssenKrupp (Ba1 neg / BB / BB+ neg): TKAGR 2015's



 Underweight im Februar 2012, Antizipation des Jan 2013 Downgrades in den HY-Bereich bereits im August 2012

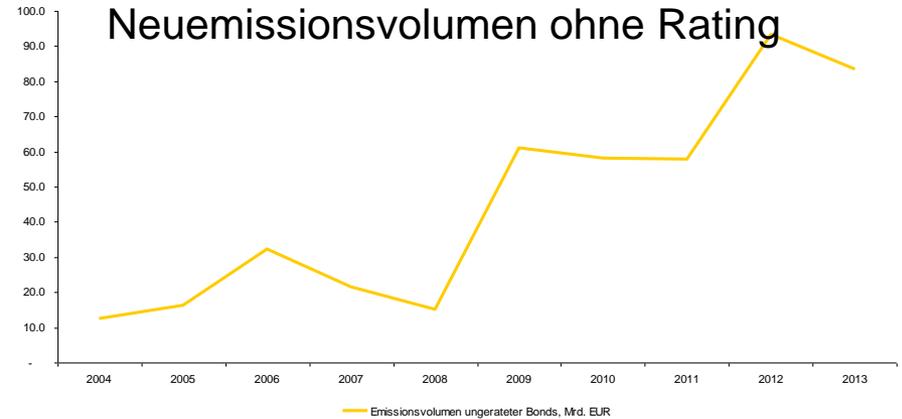
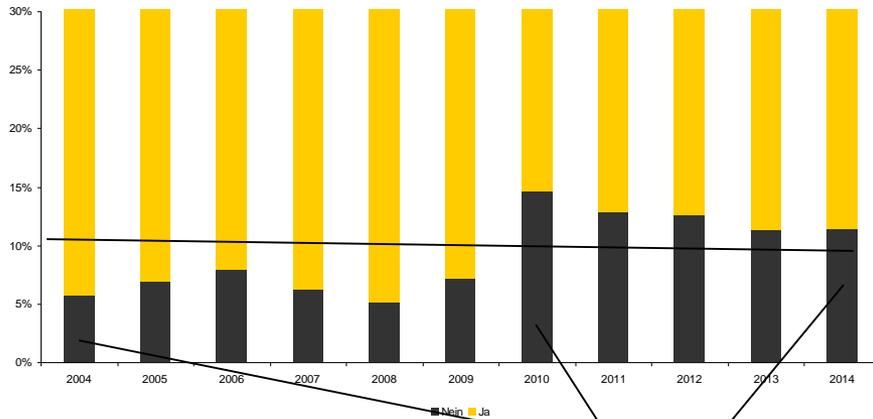
Source: Commerzbank Corporates & Markets, Markit

Credit Research Europa: steigende Nachfrage

Anteil ungerateter Emissionen hat seit 2004 zugenommen

Europäischer Emittenten (IG & HY), Source: Dealogic

- › Investoren profitieren im Rahmen des Emissionsprozess von ausführlichen Credit Profiles und
- › dauerhafte Coverage unabhängig von externen Ratings; externe Ratings verlieren tendenziell an Bedeutung



Bonds ohne Rating: Anteil am Neuemissionsvolumen



Volumen ungerateter Emissionen seit 2004 von rund €10 Mrd. auf über €80 Mrd. angestiegen (Anteil von 5% auf 11%)

„CreditProfile“: Bedeutung von credit research bei Debutanleihen

- Autor: publishing Analyst entsprechend Sektorzuständigkeit
- Unabhängiger Standpunkt des Analysten
- „Wall-crossing“ (compliance)
- Grundlage: nur allgemein verfügbare Informationen
- Keine Teilnahme an Roadshows
- Kontakt mit Emittent: beschränkt auf factual correctness
- Geht nur an Institutionelle
- Keine Verteilung im Rahmen von Emittentenroadshows
- Zurverfügungstellung frühestens nach allg. Ankündigung einer Transaktion

Fazit: Bedeutung von credit ratings: eher Segen als Fluch...

- Fester Bestandteil der Investmentpolitik institutioneller Investoren.
- Reduzierung Informationsasymmetrie zwischen Emittent und Investor.
- Steigende Markttransparenz im Kapitalmarkt.
- Reduzierung Transaktionskosten im Bondmarkt.

Q&A; Ansprechpartner Commerzbank credit research



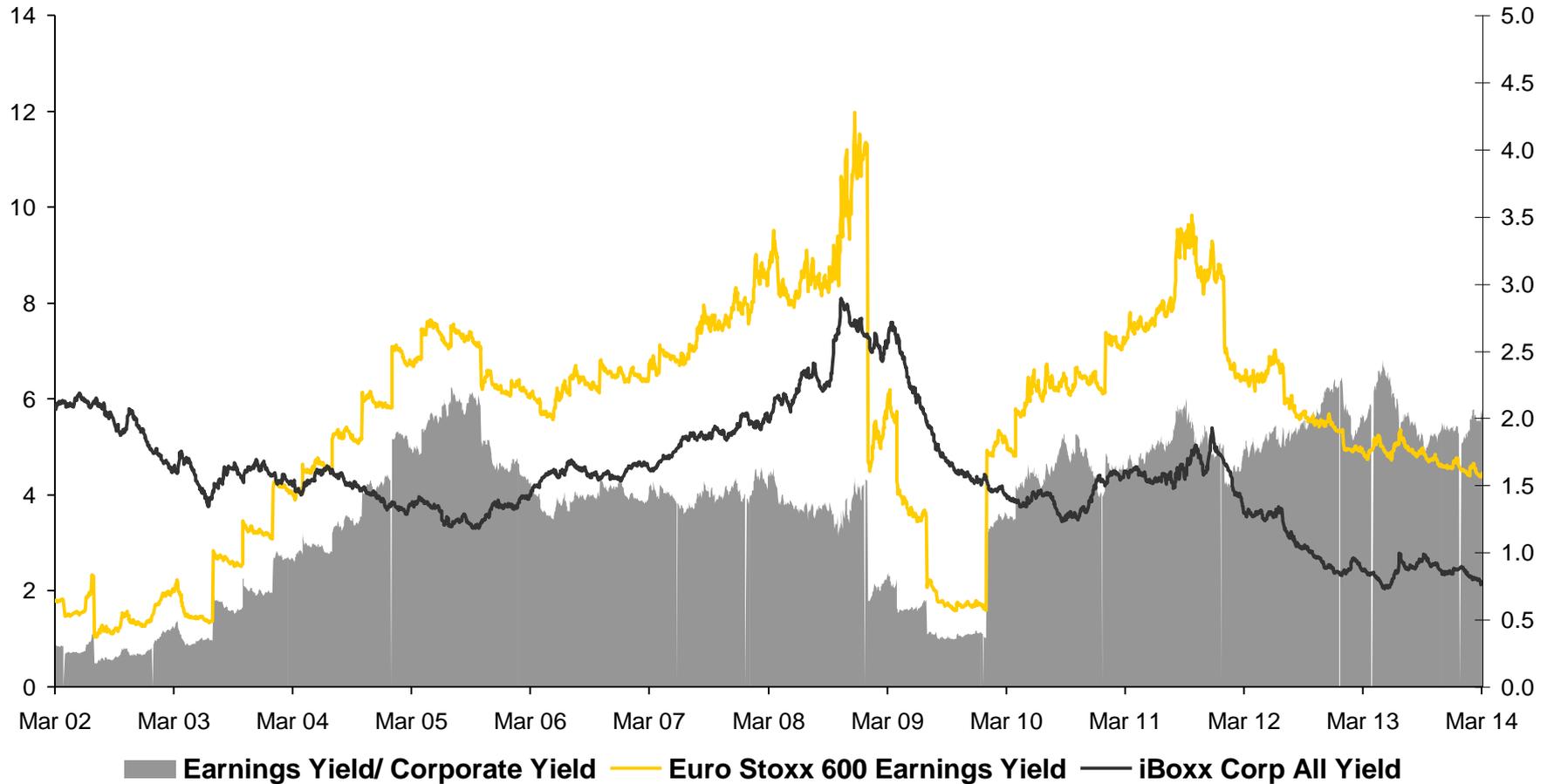
Dr. Patrick Kohlmann
Head of Non-Financials
+49 69 136 22411
patrick.kohlmann@commerzbank.com

Appendix

Valuation risk: The “great rotation”...

Suggestion: equities outperform credit...

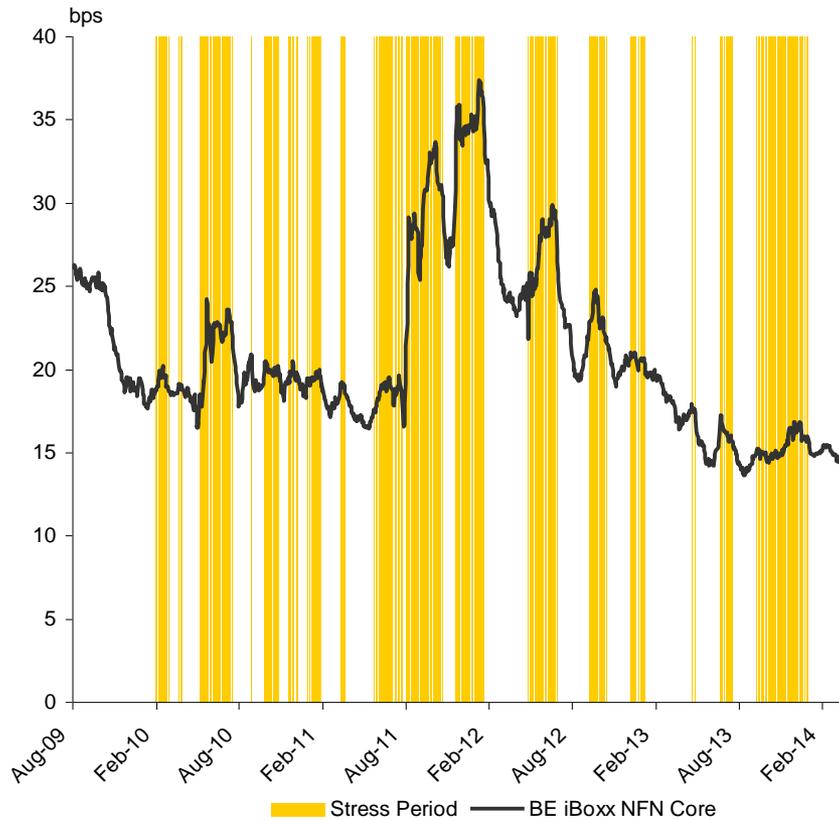
(..assuming earnings provide a proxy for expectations)



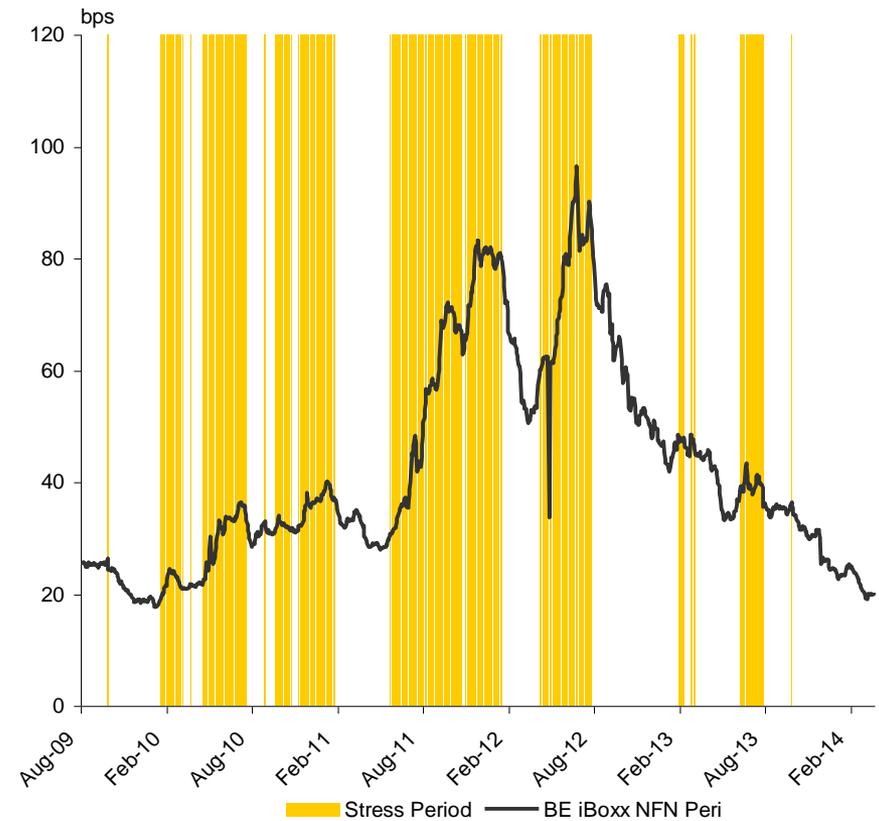
Source: Commerzbank Corporates & Markets, Bloomberg, Markit

NFN trend: momentum als Indikator

NFN Core

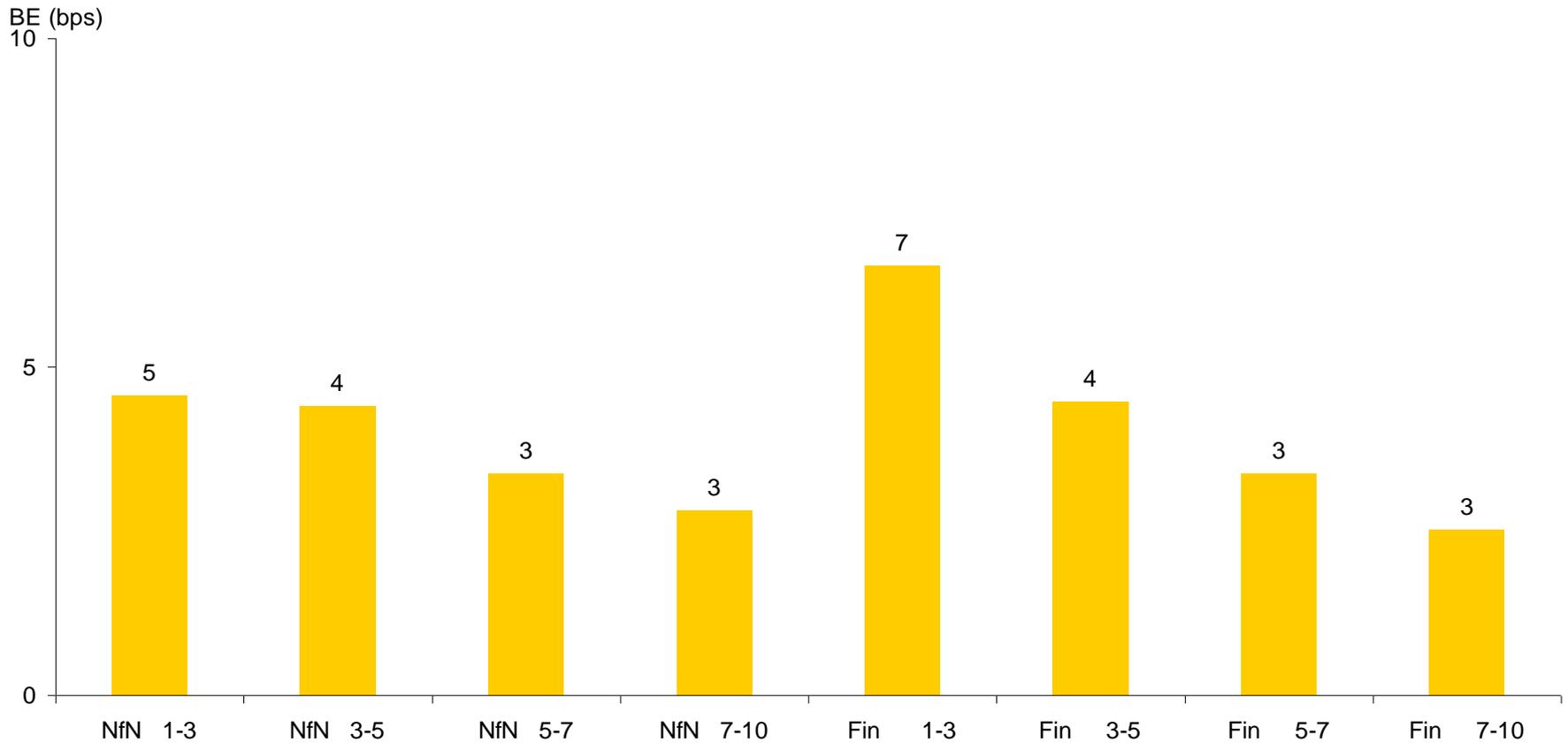


NFN Periphery



Source: Commerzbank Corporates & Markets, Markit, Stress period if BE spread > 20d MA BE spread

Credit curves: 3M breakevens



Source: Commerzbank Corporates & Markets, Markit

Für die Erstellung dieses Dokuments ist der Bereich Corporates & Markets der Commerzbank AG, Frankfurt am Main bzw. etwaig in dem Dokument genannte Konzerngesellschaften verantwortlich. Corporates & Markets ist der Investmentbereich der Commerzbank, in dem die Research-, Anleihe-, Aktien-, Zinsprodukt- und Devisenaktivitäten zusammengefasst sind.

Die auf der Titelseite dieses Dokuments genannten Analysten bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen der in diesem Dokument genannten Wertpapiere und Unternehmen genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Research-Analysten sind nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert. Die Research-Analysten sind möglicherweise keine assoziierten Personen der Commerz Markets LLC und unterliegen daher möglicherweise nicht den Einschränkungen der NASD Rule 2711 und Incorporated NYSE Rule 472 in Bezug auf die Kommunikation mit einem betroffenen Unternehmen, öffentliche Auftritte und den Handel mit Wertpapieren im Bestand eines Analysten.

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Kurse der in diesem Dokument erwähnten Wertpapiere auf den Schlusskurs oder Spread des letzten Handelstages, die Schwankungen unterliegen können.

Mögliche Interessenkonflikte

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der Commerzbank AG, ihrer Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen („Commerzbank“) und Mitarbeiter in Bezug auf die Emittenten oder Finanzinstrumente; die in diesem Dokument analysiert werden, zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt diesem Dokument vorangegangenen Monats*:

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link:
https://research.commerzbank.com/portal/de/site/equity/disclaimer_1/index.jsf *

*Die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu 10 Tage nach Monatsende erfordern.

Empfehlungen & Definitionen

Sofern im Text der Finanzanalysen bzw. Investment-Research-Ausarbeitungen nicht anders angegeben, basieren Credit-Anlageempfehlungen auf der Analyse des fundamentalen Bonitätsprofils des Emittenten einschließlich Marktdaten und Bewertung der jeweiligen Anleihe bzw. des jeweiligen Credit Default Swaps. Das Ergebnis der Bewertung wird angepasst, um der Meinung des Analysten zur wahrscheinlichen Entwicklung der Investorenstimmung Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der angewandten Bewertungsmethode besteht ein erhebliches Risiko, dass der Zielspread im erwarteten Zeitraum nicht erreicht wird. Dieses Risiko steht im Zusammenhang mit spezifischen sowie systematischen Faktoren. Des Weiteren spielen auch Liquiditäts- und Bewertungsrisiken eine Rolle. Dies ist keine abschließende Zusammenfassung der Bewertungsmethoden und Risikofaktoren.

Am 31. Dezember 2008 hat Commerzbank Corporates & Markets ein Credit-Empfehlungssystem eingeführt.

Von der Commerzbank AG erstellte und verteilte Empfehlungen im Rahmen von Finanzanalysen bzw. Investment-Research werden wie folgt klassifiziert:

Generell stellen unsere Anlageempfehlungen Beurteilungen einzelner Titel gegenüber einem Index als Benchmark dar.

Marktgewichten bedeutet, wir empfehlen das gleiche Engagement im Portfolio, das auch der jeweilige Referenzindex aufweist.

Übergewichten bedeutet, wir empfehlen ein höheres Engagement im Vergleich zur Benchmark.

Untergewichten bedeutet, wir empfehlen ein niedrigeres Engagement im Vergleich zur Benchmark.

Übergewichten-Empfehlungen ohne Benchmark-Referenz stehen im Verhältnis zu einer vergleichbaren Staatsanleihe. Hierbei bedeutet Übergewichten, wir erwarten, dass die jährliche Spread-Ausweitung niedriger sein wird als das Verhältnis des jeweiligen Credit-Spreads zur jeweiligen Modified Duration. Marktgewichten- bzw. Untergewichten-Empfehlungen im Verhältnis zu einer vergleichbaren Staatsanleihe werden nicht gegeben.

Verteilung von Credit-Research-Empfehlungen der Commerzbank AG, Stand 31. März 2014

	Alle analysierten Instrumente	Unternehmen, für die ein Unternehmen der Commerzbank Investment-Banking-Dienstleistungen erbracht hat
Übergewichten	28%	64%
Marktgewichten	34%	55%
Untergewichten	38%	57%

* die Aktualisierung dieser Daten kann bis zu zehn Tagen nach Ende des Quartal dauern

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbundenen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Prognosen oder Kursziele für die in diesem Dokument genannten Unternehmen bzw. Wertpapiere aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Die Commerzbank und/oder ihre verbundenen Unternehmen dürfen als Market Maker in den(m) Instrument(en) oder den entsprechenden Derivaten handeln, die in unseren Research-Studien genannt sind. Mitarbeiter der Commerzbank oder ihrer verbundenen Unternehmen dürfen unseren Kunden und Geschäftseinheiten gegenüber mündlich oder schriftlich Kommentare abgeben, die von den in dieser Studie geäußerten Meinungen abweichen. Die Commerzbank darf Investmentbanking-Dienstleistungen für in dieser Studie genannte Emittenten ausführen oder anbieten.

Weder die Commerzbank noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.

Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, die in diesem Dokument erwähnt werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Commerzbank. Die Commerzbank übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugängliche Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Commerzbank auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

Deutschland: Die Commerzbank AG ist im Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 32000 eingetragen. Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main.

Großbritannien: Dieses Dokument wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) amtlich zugelassen und unterliegt nur in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority. Einzelheiten über den Umfang der Genehmigung und der Regulierung durch die Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority erhalten Sie auf Anfrage. Diese Ausarbeitung richtet sich ausschließlich an „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“. Sie richtet sich nicht an „Retail Clients“. Ausschließlich „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“ ist es gestattet, die Informationen in dieser Ausarbeitung zu lesen oder sich auf diese zu beziehen. Commerzbank AG, Filiale London bietet nicht Handel, Beratung oder andere Anlagendienstleistungen für „Retail Clients“ an.

USA: Die Commerz Markets LLC, („Commerz Markets“), hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die Commerz Markets, Swaptransaktionen über die Commerzbank AG abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischen Recht können Informationen, die Commerz Markets-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Sofern dieses Dokument zur Verteilung in den USA freigegeben wurde, ist es ausschließlich nur an "US Institutional Investors" und "Major Institutional Investors" gerichtet, wie in Rule 15a-6 unter dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Commerz Markets ist Mitglied der FINRA und SIPC. Die Commerzbank AG ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert.

Kanada: Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektpflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Soweit die Inhalte dieses Dokuments sich auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, dürfen Geschäfte in solchen Wertpapieren nicht durch Commerz Markets LLC getätigt werden. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

Europäischer Wirtschaftsraum: Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London.

Singapur: Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 des SFA entgegengenommen werden.

Hongkong: Dieses Dokument wird in Hongkong von der Commerzbank AG, Filiale Hongkong, zur Verfügung gestellt und darf dort nur von „professionellen Anlegern“ im Sinne von Schedule 1 der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen entgegengenommen werden.

Japan: Commerzbank AG, Tokyo Branch ist für die Verteilung von Research verantwortlich. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch unterliegt der Aufsicht der japanischen Financial Services Agency (FSA).

Australien: Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank AG gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

© Commerzbank 2014. Alle Rechte vorbehalten. Version 9.17

Commerzbank Corporates & Markets

Frankfurt	London	New York	Singapore Branch	Hong Kong Branch
Commerzbank AG	Commerzbank AG London Branch	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus Mainzer Landstraße 153 60327 Frankfurt	PO BOX 52715 30 Gresham Street London, EC2P 2XY	225 Liberty Street, 32nd floor New York, NY 10281 - 1050 Tel: + 1 212 703 4000	71, Robinson Road, #12-01 Singapore 068895 Tel: +65 631 10000	29/F, Two IFC 8 Finance Street Central Hong Kong Tel: +852 3988 0988
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000			