

---

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

---

## Die Übernahmewelle rollt!

Die Zahl der großen und spektakulären Übernahmen hat zuletzt zugenommen: Jüngst gab Royal Dutch Shell bekannt, BG Group für 47 Milliarden Pfund (rund 65 Milliarden Euro) zu übernehmen, und vollzog damit die erste große Übernahme in der Ölindustrie seit mehr als einer Dekade. Der weltgrößte Baustoffkonzern Holcim wirbt derzeit um die Zustimmung der Aktionäre, den zweitgrößten Baustoffhersteller Lafarge zu übernehmen. Und der US-Kurier- und Logistik-Riese FedEx kündigte jüngst an, den niederländischen Express-Dienstleister TNT für 4,4 Milliarden US-Dollar (rund 4,1 Milliarden Euro) übernehmen zu wollen.

Diese Übernahmen stehen exemplarisch für einen breiteren Trend: So schätzt der US-Finanzdienstleister Dealogic, dass das globale M&A-Volumen (M&A umfasst Fusionen, Unternehmenskäufe, Übernahmen etc.) im ersten Quartal 2015 ein Volumen von rund 887 Milliarden US-Dollar (829 Milliarden Euro) erreicht hat und damit um 23% höher liegt als im ersten Quartal 2014. Ein noch höheres Q1-Transaktionsvolumen bei M&A wurde zuletzt 2007 erreicht.

Am stärksten haben die Transaktionsvolumina im Asiatish-Pazifischen Raum zugenommen (+38%), aber auch in den USA (+21%) und in Europa (+16%, jeweils Q1 2015 gegenüber Q1 2014) dreht sich das Übernahmekarussell immer schneller. Die meisten M&A-Aktivitäten verzeichnete der Sektor Healthcare, auf den 14% des gesamten Transaktionsvolumens entfielen, gefolgt vom Immobilien- und vom Technologiesektor mit jeweils einem Anteil von rund 10%. Und: Vor allem die Zahl der großen und sehr großen Deals hat zugenommen, Transaktionen mit einem Volumen von mehr als einer Milliarde US-Dollar hatten 2015 bislang einen Anteil von rund 68% am Gesamtvolumen.

Wir rechnen damit, dass sich dieser Trend fortsetzt und 2015 noch weiter verstärken wird. Im Folgenden wollen wir daher einen kurzen Überblick über vergangene M&A-Wellen eingehen und Gründe für die Übernahmen im allgemeinen und im derzeitigen Umfeld aufzeigen. Darüber hinaus stellen wir einen Ansatz vor, wie sich Unternehmen identifizieren lassen, die unter Bewertungsaspekten interessante Übernahmekandidaten abgeben könnten.

In der jüngeren Vergangenheit hat es sechs große Übernahmewellen gegeben. Diese fielen nach Martynova und Renneboog<sup>1</sup> in den USA auf die Zeiten zwischen 1890 bis 1903, 1910 bis 1929, 1950 bis 1973 und 1981 bis 1989. Darüber hinaus gab es weltweit Übernahmewellen zwischen 1999 und 2001 sowie zwischen 2003 und 2007.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Marina Martynova und Luc Renneboog: „A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?“, Journal of Banking and Finance, 2008

<sup>2</sup> Je nach Quelle variieren die Anfangs- und Endzeiten für die Übernahmewellen etwas. Eine andere zeitliche Eingrenzung findet sich zum Beispiel hier: Ulrich Steger and Christopher Kummer: „Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur - The Vicious Circle from Pressure to Failure“, IMD, 2007

Während die Auslöser bzw. die Motivation für die M&A-Welle jeweils unterschiedlich ausgefallen sind, ist das Ende aller hier aufgeführter Übernahmewellen immer durch eine Rezession und einen Crash am Aktienmarkt eingeleitet worden.

Nichtsdestotrotz lassen sich auch einige übergeordnete Gründe finden, die in der einen oder anderen Form praktisch jede Übernahmewelle begleitet bzw. eingeleitet haben. So ist es zum Beispiel charakteristisch für Übernahmewellen, dass es zuvor größere technologische oder industrielle Schocks gegeben hat (wie den Beginn der Massenproduktion, die Einführung von IT in die Unternehmensprozesse oder möglicherweise auch den Beginn der massiven Förderung von Schieferöl). Diese Schocks haben zur Verlagerungen von Geschäften oder zur Konsolidierung ganzer Industrien beigetragen. Ebenfalls sind M&A-Aktivitäten häufig eine Folge von größeren regulatorischen Veränderungen sowie von der Verlagerung von Produktionslinien ins Ausland.

Darüber hinaus gibt es weitere zwei Gemeinsamkeiten, die alle Übernahmewellen der Vergangenheit kennzeichneten: Der Beginn der Übernahmewelle fiel in eine Zeit der wirtschaftlichen Erholung, und alle Übernahmewellen waren grundsätzlich davon geprägt, dass ausreichend Kredit zu vernünftigen Konditionen für die Finanzierung der M&A-Aktivitäten verfügbar war. Diese Charakteristika kennzeichnen unseres Erachtens auch die Übernahmewelle, die derzeit ins Rollen gerät. Insbesondere die Finanzierungsbedingungen für große und mittelgroße Unternehmen sind im historischen Vergleich beispiellos günstig, dem Niedrigzinsumfeld sei Dank. Die wirtschaftliche Erholung ist, wie an dieser Stelle oft kommentiert, bereits seit längerem im Gange, auch wenn die Erholungsgeschwindigkeit insgesamt etwas enttäuschend geblieben ist.

Doch es gibt unseres Erachtens noch weitere Einflussfaktoren, die M&A-Aktivitäten aktuell und zukünftig außerordentlich attraktiv machen. So verfügen die Unternehmen über prall gefüllte Kassen, wie zum Beispiel die Financial Times unter Berufung auf die Ratingagentur Moody's Ende 2014 berichtete: Europäische Unternehmen außerhalb des Finanzsektors, für die Moody's ein Rating vergibt, halten demnach Kasse-Reserven von mehr als einer Billion US-Dollar. Dieser Wert läge um 40% höher als vor der Finanzkrise. Bei den japanischen Unternehmen fällt der Wert mit rund 2,2 Billionen Euro noch dramatischer aus. Und auch in den USA ergibt sich ein ähnliches Bild. Dort stiegen die Kassenbestände der Unternehmen zuletzt auf 2,1 Billionen US-Dollar (2 Billionen Euro) an und lagen damit um 648 Milliarden US-Dollar höher als noch im ersten Quartal 2009.

Natürlich kann nicht vollständig ausgeschlossen werden, dass die Unternehmen diese Kassenbestände längere Zeit halten oder sogar noch ausbauen. Doch aus unserer Sicht haben die systematischen Risiken in der Weltwirtschaft abgenommen und die Bilanzqualität vieler Unternehmen ist bereits sehr viel stabiler als vor der Finanzkrise, so dass

hier in der Summe kein weiterer Handlungsbedarf besteht. Zudem bleiben auch die Finanzabteilungen der Unternehmen von dem Niedrigzinsumfeld nicht verschont. Gerade für kurzfristige Liquidität in Euro und in Yen dürften große Unternehmen im allerbesten Fall einen Nullzins erzielen können. Für US-Dollar-Liquidität stellt sich die Situation lediglich unwesentlich besser dar. Erweisen sich unsere Prognosen als korrekt, dann wird sich an diesem Umstand in den kommenden 12 bis 18 Monaten wenig ändern.

Die Frage ist also erlaubt, was Unternehmen mit derart hohen Kassenbeständen anfangen wollen (sowie mit der Möglichkeit, sich günstig am Kapitalmarkt zu refinanzieren).

In einigen Bereichen der Wirtschaft könnte die Antwort für die Unternehmen durchaus lauten, in weitere Forschung oder Produktionskapazitäten sowie Mitarbeiter zu investieren. Fakt ist aber auch, dass in den meisten Industrieländern zu wenig investiert wird. Dies gilt nicht nur in Europa, wo dies bereits seit längerem in breiten Kreisen diskutiert wird, sondern auch in den USA und in Japan. An der Verfügbarkeit von günstigem Kapital kann die Investitionszurückhaltung nicht liegen. Unsere Vermutung ist vielmehr, dass global nach wie vor Überkapazitäten vorliegen, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe. Darauf deuten etwa die Erzeugerpreise hin, die in vielen Ländern bis zuletzt deutlich zurückgegangen sind. Dies gilt selbst dann, wenn man den Rückgang der Energiepreise herausrechnet. Erst ein längerer und kräftiger Aufschwung würde dann zu Engpässen und stärker steigenden Preisen in der Zukunft führen, die zu deutlich mehr Investitionen führen würden.

Nicht unerwähnt bleiben sollte die Möglichkeit, dass Unternehmen die Gelegenheit nutzen, um Aktien zurückzukaufen. Die Kosten für Eigenkapital sind relativ hoch gemessen an den Kosten für Fremdkapital. Fehlen vergleichsweise attraktive Investitionsmöglichkeiten, dann kann es sich durchaus lohnen, das Eigenkapital durch Fremdkapital zu substituieren und Aktien zurückzukaufen. Eine weitere Möglichkeit besteht darin, vorhandene Mittel an die Aktionäre auszuschütten. Auch diese Möglichkeit wird von den Unternehmen nach unserer Einschätzung verstärkt genutzt.

Letztlich halten wir es aber auch für wahrscheinlich, dass gerade große Unternehmen im gegenwärtigen Umfeld über Zukäufe nachdenken. Ein ganz wesentlicher Treiber dürfte sein, dass in Branchen mit hohem Wettbewerbs- und Regulierungsdruck die Kosten gesenkt werden müssen. Dies gilt zum Beispiel für den Energiesektor, wo die Preise binnen kürzester Zeit dramatisch gefallen sind. Ebenfalls sehen wir Konsolidierungsbedarf im Bankenbereich, wo die Regulierung die Kosten treibt und das Niedrigzinsumfeld gleichzeitig die Margen erodiert. Strukturelle Schwächen gibt es auch in den Sektoren Telekommunikation sowie Versorger, wo Übernahmen unter dem Aspekt der Kostenersparnis ebenfalls zunehmen könnten. Daneben scheinen aber auch klassische Motive von Übernahmen die derzeitige M&A-Welle mit anzuschieben. So ist unser Eindruck, dass im Pharma- und Technologiebereich Übernahmen auch mit dem Ziel stattfinden, die Produktpalette zu erweitern oder das Unternehmen weiter zu diversifizieren.

Dieses Umfeld kann für Aktionäre durchaus einen erheblichen Reiz haben. So haben Martynova und Renneboog in ihrem Paper auch diverse andere Studien ausgewertet, ob M&A für die Aktionäre Wert schafft. Dies kann über alle sechs vergangenen M&A-Wellen mit Einschränkungen bejaht werden: Kurzfristig sind erhebliche Gewinne für die Aktionäre des Unternehmens zu verzeichnen, welches übernommen werden soll. Der Kurs des übernommenen Unternehmens legt im Durchschnitt kurz vor und kurz nach der Ankündigung der Übernahme außergewöhnlich stark zu. Für die Aktie des Unternehmens, das die Übernahme vornimmt, ist dieser Effekt kurzfristig dagegen nicht in allen Studien signifikant verschieden von Null. Immerhin, konzidieren Martynova und Renneboog, „verlieren die Aktionäre des bietenden Unternehmens im Durchschnitt nicht“. Für Investoren kann es sich daher durchaus lohnen, Aktien zu identifizieren, die für eine Übernahme in Frage kommen. Eine mögliche Herangehensweise dazu stellen wir im Folgenden vor.

Nicht vergessen werden sollte allerdings auch, dass die langfristigen Effekte von Übernahmen für den Aktionär weniger positiv als die kurzfristigen ausfallen können. So werten Martynova und Renneboog auch Studien zu den langfristigen Wertsteigerungen von M&A-Aktivitäten aus. Deren Ergebnisse sind nicht eindeutig und hängen vom Untersuchungszeitraum, der Art der Übernahme sowie der Art der Finanzierung ab. Zudem bestehen größere methodische Herausforderungen als bei der Untersuchung kurzfristiger Vermögenseffekte für die Aktionäre. Dennoch lautet das Fazit von Martynova und Renneboog: Der langfristige wertsteigernde Effekt von Übernahmen sei im Mittel „überschätzt oder nicht vorhanden“.

Es stellt sich nun die Frage, welche Aktien derzeit in das „Beuteschema“ eines potenziellen Investors passen könnten, der auf der Suche nach Übernahmekandidaten für andere Unternehmen ist. Wäre es möglich, derartige Aktien mit einer gewissen Treffergenauigkeit zu selektieren, könnten dadurch im aktuellen Marktumfeld substanzielle Gewinne realisiert werden. Allerdings dürfte es nicht reichen, allein anhand von Bewertungskennzahlen eine Liste von Aktien anzufertigen, die günstig bewertet sind. Denn eine Aktie wird nicht allein dadurch zu einem Übernahmeziel, indem sie ein niedriges Kurs-Gewinn-Verhältnis oder einen niedrigen Kurs-Buchwert aufweist. Man kann vielmehr davon ausgehen, dass der Aktienmarkt nicht vollkommen ineffizient ist; wenn dementsprechend ein Unternehmen extrem günstig bewertet ist, gibt es vermutlich auch einen Grund dafür, weshalb es als Übernahmeziel nicht zwangsläufig attraktiv ist. Oftmals entpuppen sich scheinbar günstige Unternehmen sogar als teuer, wenn die hohe Verschuldung, der wenig zufriedenstellende Cash Flow, die geringe Profitabilität oder der rückläufige Gewinn berücksichtigt wird.

Aus diesem Grund muss eine systematische Analyse daran ansetzen, was ein fairer Wert bzw. eine faire Bewertungskennzahl für ein Unternehmen wäre und dieses Ergebnis mit der Realität abgleichen. Dies ist eigentlich die klassische Aufgabe eines Analysten; wir haben uns allerdings in diesem Fall dazu entschieden, die Frage auf Basis einer quantitativen Vorgehensweise zu beantworten, da wir nur

so für eine Konsistenz in der Methodik über alle Sektoren und Unternehmen hinweg garantieren können. Das Analyseuniversum besteht dabei aus dem STOXX 600. Wir haben dazu in einem ersten Schritt ca. 50 verschiedene Bewertungskennzahlen für alle 600 Unternehmen zusammengestellt, um die Bewertung eines Unternehmens aus verschiedenen Blickwinkeln analysieren zu können.

Die Bewertungskennzahlen beziehen sich sowohl auf schon veröffentlichte Geschäftsberichte als auch auf Schätzungen für das laufende, das nächste und das übernächste Geschäftsjahr. Die verschiedenen Bewertungskennzahlen lassen sich in fünf Gruppen aufteilen. Zu den Gruppen gehören Kennzahlen, die sich auf Gewinne, den Unternehmenswert, den Cash-Flow, die Dividende, den Umsatz oder den Buchwert beziehen. Für jede dieser Kennzahlen er rechnen wir nun anhand anderer verfügbarer und bewertungsrelevanter Kennzahlen einen (vermeintlich) fairen Wert für die jeweilige Bewertungskennzahl.

Dabei analysieren wir nicht Daten und Relationen aus der Vergangenheit einer jeden Aktie, sondern für alle 600 Aktien simultan die aktuell verfügbaren Werte (Querschnittsanalyse). Vereinfacht könnte man sich diese Vorgehensweise so vorstellen, dass das Modell zu verstehen versucht, warum Bewertungskennzahlen den Wert aufweisen, den sie haben. Dafür müssen die sog. erklärenden Variablen so gewichtet werden, dass sie in der Summe bestmöglich die Bewertung eines Unternehmens erklären können. Zu den erklärenden Variablen gehören Kennzahlen zur Profitabilität, aber auch zur Bilanzqualität, zum Gewinnwachstum, zur Kursvolatilität, zur Gewinnstabilität und dem aktuellen Gewinnrend. Insgesamt stehen uns etwa 150 verschiedene Kennzahlen zur Verfügung, die wir als erklärende Variablen nutzen können. Allerdings macht es statistisch wenig Sinn, mit einer ungeheuren Datenflut von 150 Kennzahlen für 600 Aktien die Bewertung von 600 Aktien erklären zu wollen. „Viel hilft viel“ ist zwar ein oft zitierter Spruch, doch würde ein Statistiker hier von einer „Überspezifizierung“ sprechen. Eine „Überspezifizierung“ liegt dann vor, wenn die scheinbare Genauigkeit zwar erhöht wird, der Erklärungsgehalt in Wirklichkeit aber sinkt.

Die Lösung für dieses Problem besteht i.d.R. darin, sich auf weniger erklärende Variablen zu reduzieren, die repräsentativ für die Gesamtheit der erklärenden Variablen stehen. Eine Alternative bestünde darin, thematisch verwandte erklärende Variablen zu einer Kennzahl zusammenzufassen und diese „Meta-Variablen“ als erklärende Variablen zu nutzen. Beide Verfahren sind suboptimal, da immer die Gefahr besteht, wertvolle Informationen zu unterdrücken oder zu verwässern. Wir haben uns daher für eine dritte Alternative entschieden: Wir haben tausende mögliche Spezifikationen definiert und jeweils einen Abgleich zwischen tatsächlicher und jeweils (vermeintlich) fairer Bewertung vorgenommen. Dass in den Berechnungen jeweils auch sektorspezifische Sachverhalte berücksichtigt wurden, versteht sich von alleine. Im Ergebnis ergibt sich eine extrem robuste Art der Berechnung, die nicht von Zufallselementen abhängig ist, die sich bei anderen Methoden ergeben würden.

Unsere Berechnungen zeigen – wie zu erwarten – vor allem auf, dass ein günstig bewertetes Unternehmen nicht unbedingt preiswert sein muss. Auf der anderen Seite kann auch ein auf den ersten Blick teuer bewertetes Unternehmen ein attraktiver Übernahmekandidat sein, wenn alle anderen bewertungsrelevanten Kennzahlen auf eine sehr hohe Attraktivität schließen lassen. Somit könnte man nun ein Ranking der Aktien danach aufstellen, welche Aktien vor dem Hintergrund der obigen Berechnungen das größte Kurspotenzial aufweisen. Allerdings wollen wir aus Sicht eines Asset Managers noch einen Schritt weiter gehen. So zeigt die Erfahrung, dass Aktien manchmal nur deshalb absolut und relativ deshalb günstig erscheinen, da der Kurs aufgrund unternehmensspezifischer Sachverhalte rückläufig ist, ohne dass die neuen Informationen schon hinreichend in den verfügbaren Schätzungen und daraus abgeleiteten Bilanzkennzahlen enthalten wären. In einem solchen Fall wären die von uns angestellten Berechnungen wenig belastbar. Wir haben uns daher dazu entschieden, aus unserem Ranking der günstigen Aktien und damit der potenziellen Übernahmekandidaten diejenigen Aktien zu entfernen, die in den letzten Wochen und Monaten gegenüber ihrer jeweiligen Peergroup eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung aufgewiesen haben.

Die folgende Tabelle zeigt nun die Unternehmen, die im STOXX 600 auf Basis der oben geschilderten Überlegungen und Berechnungen ein attraktives Übernahmeziel darstellen. Natürlich können diese Berechnungen keine qualitativen Überlegungen ersetzen. So existieren Unternehmen, die schon aus kartellrechtlichen Überlegungen als Übernahmekandidat ausfallen oder ansonsten über sog. „Poison Pills“ verfügen, die eine Übernahme unwahrscheinlich oder wenig attraktiv machen. Als Ausgangspunkt für weitergehende Überlegungen halten wir die unten stehende Liste allerdings für extrem belastbar und gut geeignet.

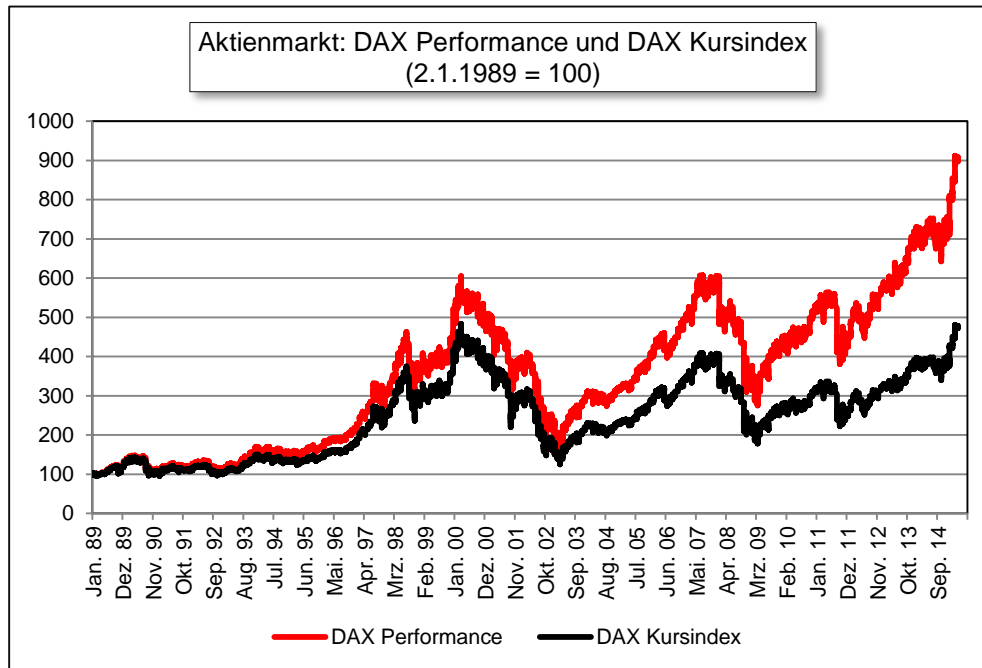
Aktie	ISIN
YARA INTERNATIONAL ASA	NO0010208051
STADA ARZNEIMITTEL AG	DE0007251803
A P MOLLER - MAERSK A/S	DK0010244508
BARRATT DEVS.PLC.	GB0000811801
GEORG FISCHER AG	CH0001752309
TELEFONICA DTL.HLDG.AG	DE000A1J5RX9
MODERN TIMES GP.MTG AB	SE0000412371
THALES SA	FR0000121329
NCC AB	SE0000117970
POSTNL NV	NL0009739416
WOOD GROUP (JOHN) PLC.	GB00B5N0P849
ARKEMA	FR0010313833
TECHNIP	FR0000131708
GERRESHEIMER AG	DE000A0LD6E6
INCHCAPE PLC.	GB00B61TVQ02
INTL.PSNL.FINANCE PLC.	GB00B1YKGO49
ALLIANZ SE	DE0008404005
SAINT GOBAIN	FR0000125007
TATE & LYLE PLC.	GB0008754136
METRO AG	DE0007257503

Wochenausblick für die Zeit vom 13. bis 17. April 2015

	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Veröffentlichung
D: Konsumentenpreise, m/m	-0,3%	0,0%	0,0%	-1,1%	0,9%	0,5%	15. April
D: Konsumentenpreise, y/y	0,8%	0,6%	0,2%	-0,4%	0,1%	0,3%	15. April
E-19: Industrieproduktion, m/m	0,4%	0,1%	0,0%	-0,1%	0,2%		14. April
E-19: Industrieproduktion, y/y	1,0%	-0,3%	-0,2%	1,2%	0,4%		14. April
E-19: Konsumentenpreise, m/m	-0,1%	-0,2%	-0,1%	-1,6%	0,6%	0,7%	17. April
E-19: Konsumentenpreise, y/y	0,4%	0,3%	-0,2%	-0,6%	-0,3%	-0,5%	17. April
E-19: Kerninflationsrate, y/y	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,7%	1,2%	17. April

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Rekordhoch beim DAX-Kursindex?



Mit bloßem Auge ist es nicht zu erkennen, aber am Dienstag verfehlte der DAX-Kursindex sein altes Rekordhoch vom 7. März 2000 auf Schlusskursbasis noch um ein knappes Prozent. Doch in den nächsten Tagen könnte es bereits so weit sein, und die Rekordmarke von 6266 Zählern (im Chart nicht zu sehen) fallen. Beim „normalen“ DAX handelt es sich um einen Performance-Index, bei dem die Dividenden mit in die Indexentwicklung einfließen. Dies ist international unüblich, der deutlich weniger beachtete DAX-Kursindex ist für einen

internationalen Vergleich der fairere Maßstab. Vergleicht man den DAX-Kursindex etwa mit den US-Leitindizes, hinkt der deutsche Aktienmarkt noch weit hinterher. So stieg der Dow Jones Industrials seit dem 7. März 2000 um fast 83% an, der S&P 500 verzeichnete immerhin ein Plus von fast 54%. Sollte sich dies als Blaupause für den deutschen Aktienmarkt erweisen, dann besteht in den kommenden Jahren noch erhebliches Wertsteigerungspotenzial.



	Stand	Veränderung zum			
	09.04.2015 16:20	02.04.2015 -1 Woche	06.03.2015 -1 Monat	08.01.2015 -3 Monate	31.12.2014 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	17903	0,8%	0,1%	0,0%	0,4%
S&P 500	2082	0,7%	0,1%	1,0%	1,1%
Nasdaq	4951	1,3%	0,5%	4,5%	4,5%
DAX	12036	0,6%	4,2%	22,3%	22,7%
MDAX	21074	1,0%	3,9%	22,4%	24,4%
TecDAX	1625	0,7%	1,4%	15,1%	18,5%
EuroStoxx 50	3743	0,7%	3,5%	19,4%	18,9%
Stoxx 50	3500	1,8%	2,7%	16,3%	16,5%
SMI (Swiss Market Index)	9248	1,3%	1,8%	1,2%	2,9%
Nikkei 225	19790	2,5%	4,3%	15,3%	13,4%
Brasilien BOVESPA	53661	1,0%	7,4%	7,4%	7,3%
Russland RTS	988	5,9%	9,4%	21,7%	25,0%
Indien BSE 30	28708	1,6%	-2,5%	5,3%	4,4%
China Shanghai Composite	3995	4,4%	23,3%	21,3%	23,5%
MSCI Welt (in €)	1766	0,7%	2,3%	13,0%	15,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	1021	2,5%	6,1%	15,4%	19,3%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	159,08	33	2	275	321
Bobl-Future	129,62	23	-141	-66	-66
Schatz-Future	111,29	5	3	20	19
3 Monats \$ Libor	0,27	0	1	2	2
10-jährige US Treasuries	1,90	-1	-34	-12	-28
10-jährige Bunds	0,17	-2	-23	-34	-37
10-jährige JGB	0,36	2	1	8	3
US Treas 10Y Performance	574,61	0,1%	3,3%	1,5%	3,0%
Bund 10Y Performance	600,62	0,2%	2,3%	3,7%	4,0%
REX Performance Index	476,05	0,1%	0,5%	0,8%	0,9%
Hypothekenzinsen USA	3,70	0	-5	-3	-13
IBOXX AA, €	0,76	-3	-3	-9	-13
IBOXX BBB, €	1,38	-4	4	-37	-41
ML US High Yield	6,47	-13	-3	-49	-48
JPM EMBI+, Index	717	0,8%	3,2%	3,8%	3,6%
Wandelanleihen Exane 25	6940	0,0%	0,9%	7,4%	7,4%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	422,16	-0,5%	-0,4%	-5,6%	-5,6%
MG Base Metal Index	289,87	0,8%	1,7%	-3,2%	-4,6%
Rohöl Brent	57,66	4,2%	-5,2%	13,8%	0,6%
Gold	1204,17	0,6%	2,4%	-0,7%	1,5%
Silber	16,48	-1,2%	3,9%	0,3%	4,6%
Aluminium	1769,50	-0,7%	0,0%	-2,3%	-3,0%
Kupfer	6027,75	0,4%	4,5%	-2,4%	-5,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	580	-1,4%	2,7%	-19,9%	-25,8%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,09	0,3%	-0,9%	-7,7%	-10,5%
EUR/ GBP	0,72	-1,5%	0,3%	-7,5%	-6,8%
EUR/ JPY	130,09	0,4%	-1,1%	-7,7%	-10,4%
EUR/ CHF	1,04	0,4%	-2,4%	-13,1%	-13,2%
USD/ JPY	120,14	0,4%	-0,6%	0,4%	0,4%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.