

Institutional Research Flash

Auszug aus: "Swiss Strategy and Relative Value"¹

Schweizer Pfandbrief – Grundsolide

Diese Unterlagen richten sich an professionelle Anleger und institutionelle Kunden der Credit Suisse. Empfänger, die nicht qualifizierte oder institutionelle Kunden der Credit Suisse sind, sollten vor der Tätigung einer Transaktion prüfen, ob diese für ihre spezifischen Umstände und Zielsetzungen geeignet ist.

Schweizer Pfandbriefe sind nach den Schweizer Staatsanleihen das grösste und liquideste Segment des Schweizer Marktes für Inlandsanleihen. Im vorliegenden Artikel erläutern wir nochmals die Eigenschaften von Schweizer Pfandbriefen und geben einen aktuellen Überblick zu den Kapitalmarktaktivitäten. Ein ausführlicherer Bericht «Swiss Pfandbrief – Rock Solid» wurde bereits am 13. Juni 2008 publiziert.

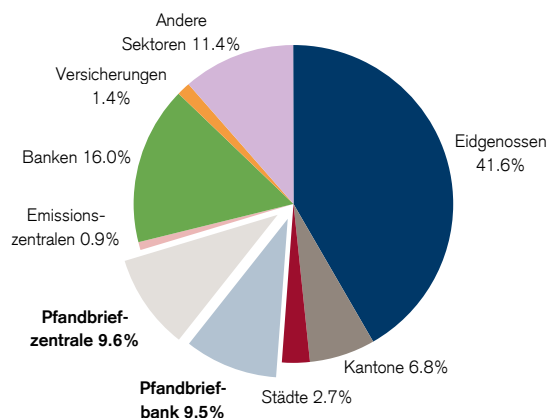
Ein gewichtiges Segment des Marktes für CHF-Inlandsanleihen

Mit einem Anteil von 19.2% aller kotierten Inlandsanleihen per Ende Mai 2008 sind Schweizer Pfandbriefe gleich nach den Eidgenossen das grösste und liquideste Segment des Marktes für CHF-Inlandsanleihen (vgl. Abb. 1). Wie aus Abbildung 3

Abbildung 1

Kotierte inländische CHF-Anleihen nach Sektoren

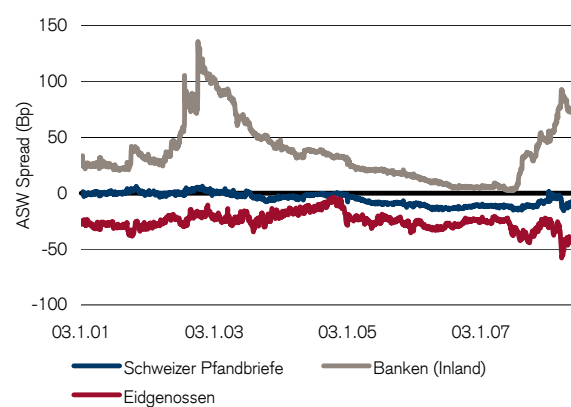
(Stand Ende Mai 2008: ausstehender Nennwert von CHF 231.1 Mrd.)



Quelle: SWX Monatsbericht Mai 2008, Credit Suisse

Abbildung 2

Entwicklung der Asset Swap Spreads nach Segmenten



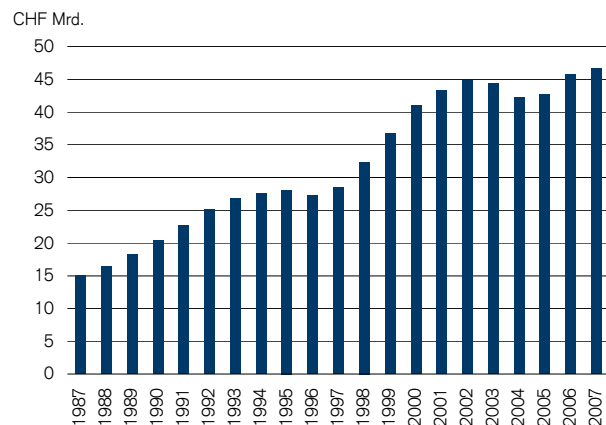
Quelle: Credit Suisse – Liquid Swiss Index (LSI)

ersichtlich, hat das Volumen der ausstehenden Schweizer Pfandbriefe in den letzten 20 Jahren markant zugenommen, was zu einer verbesserten Liquidität am Sekundärmarkt beitrug. Die Lancierung des Schweizer Pfandbriefindex im

Abbildung 3

Total ausstehende Schweizer Pfandbriefe

(sowohl kotierte Anleihen als auch Privatplatzierungen)



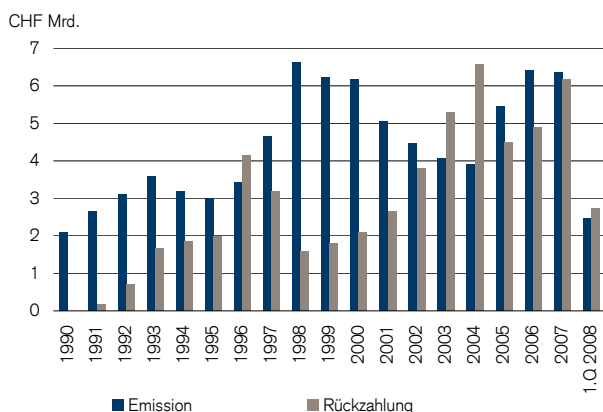
Quelle: SNB (Bankenstatistisches Monatsheft Mai 2008), Credit Suisse

¹ Untenstehender Artikel ist ein Auszug aus dem "Swiss Strategy and Relative Value", veröffentlicht am 23. Juni 2008

Abbildung 4

Emissionstätigkeit Schweizer Pfandbriefe

(sowohl kotierte Anleihen als auch Privatplatzierungen)



Quelle: SNB (Bankenstatistisches Monatsheft Mai 2008), Credit Suisse

Jahr 2002 erhöhte die Transparenz zusätzlich. Der Index wird täglich durch die SWX Swiss Exchange berechnet und zeigt die Preis- und Performance-Entwicklung der ihm zugrunde liegenden synthetischen Anleihen auf. Im Gegensatz zu anderen europäischen Covered-Bond-Märkten, an denen der Handel im 2. Halbjahr 2007 wegen der Finanzmarkturbulenzen praktisch zum Erliegen kam, blieben die Schweizer Pfandbriefe die ganze Zeit über liquide, während sich ihre Spreads nur unwesentlich veränderten (vgl. Abb. 2).

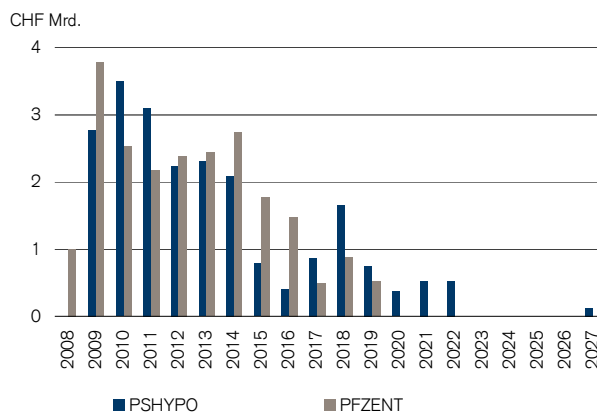
Die Emissionstätigkeit fiel 2007 mit einem Nettoemissionsvolumen von CHF 0.2 Mrd. gegenüber CHF 1.5 Mrd. im 2006 (vgl. Abb. 4) relativ verhalten aus, hat aber 2008 wieder zugenommen. Das Emissionsvolumen seit Jahresbeginn beträgt bereits CHF 4.9 Mrd. (wovon CHF 3.2 Mrd. Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute und CHF 1.7 Mrd. Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken) und entspricht damit rund 51.6% aller bislang begebenen CHF-Inlandsanleihen (ohne Eidgenossen). Zurückzuführen war dies einerseits auf den Umstand, dass die Schweizer Banken Pfandbriefe als günstiges und effizientes Mittel zur Refinanzierung des Hypothekarkreditgeschäfts wiederentdeckten («Angebotsimpuls»), während sich andererseits die Anleger auf liquide Qualitätsanleihen fokussierten und sich angesichts der geringen Kapitalmarktaktivität seitens der öffentlichen Hand kaum Alternativen boten.

Dank der zahlreichen gesetzlichen Vorschriften gehören die Schweizer Pfandbriefe zu den sichersten Anlagen überhaupt. Moody's stuft sowohl die von der Pfandbriefbank als auch von der Pfandbriefzentrale begebenen Schweizer Pfandbriefe mit «Aaa, Stabil» ein. Die Ratingagentur begründet dies mit den strikten gesetzlichen Rahmenbedingungen, innerhalb derer diese beiden Institute operieren, sowie mit den spezifischen Eigenschaften der Pfandbriefe (d.h. Unterlegung der Darlehen an die Mitgliedbanken mittels erstklassiger Sicherheiten, Überdeckung, umfassender und diversifizierter Schuldnerpool, gesetzlich erlaubte Ausgliederung des Deckungsstocks bei Krisensituationen, um damit eine Verzögerung des Schuldendienstes zu vermeiden), die in einer verschwindend geringen Ausfallswahrscheinlichkeit für die Anleger resultierten.

Abbildung 5

Kotierte Schweizer Pfandbriefe nach Laufzeiten

(Ende Mai 2008: Ausstehender Nennwert von CHF 44.3 Mrd.)



Quelle: SWX Monatsbericht Mai 2008, Credit Suisse

Ein genauerer Blick auf die ausstehenden Schweizer Pfandbriefe zeigt, dass per Ende Mai 2008 89 Schweizer Pfandbriefe im Gesamtnennwert von CHF 44.3 Mrd. an der SWX kotiert waren. Davon wurden CHF 22.0 Mrd. (48 Anleihen) von der Pfandbriefbank und CHF 22.3 Mrd. (41) von der Pfandbriefzentrale begeben. Schweizer Pfandbriefe weisen tendenziell eine geringere Grösse auf als vergleichbare Papiere an anderen europäischen Märkten, und sogenannte Jumbo-Pfandbriefe (mit einem Nennwert von mindestens CHF 1 Mrd.) spielen nur eine Nebenrolle. Dies lässt sich teilweise mit dem Multi-Tranche-Ansatz der Pfandbriefinstitute, um eine bessere Streuung über das Laufzeitenspektrum hinweg zu erreichen, erklären. Die Laufzeiten Schweizer Pfandbriefe betragen zwischen 2 und 20 Jahren (vgl. Abb. 5). Emissionsumfang und Duration hängen stark von der Refinanzierungsnachfrage seitens der Schweizer Banken oder Anfragen der Anleger ab.

Neben kotierten Schweizer Pfandbriefen haben beide Pfandbriefinstitute auch beträchtliche Privatplatzierungen ausstehen. Detaillierte Informationen hierzu finden sich am Ende unseres ausführlicheren Berichts «Swiss Pfandbrief – Rock Solid» vom 13. Juni 2008.

Grundlagen der Schweizer Pfandbriefe

Im Allgemeinen handelt es sich bei Pfandbriefen um standardisierte festverzinsliche Schuldverschreibungen, besichert mit Hypotheken im 1. Rang. Die Laufzeiten liegen zwischen 2 und 20 Jahren. Schweizer Pfandbriefe werden von der Schweizerischen Nationalbank als Sicherheit für Repo-Transaktionen akzeptiert.

Strikter gesetzlicher Rahmen

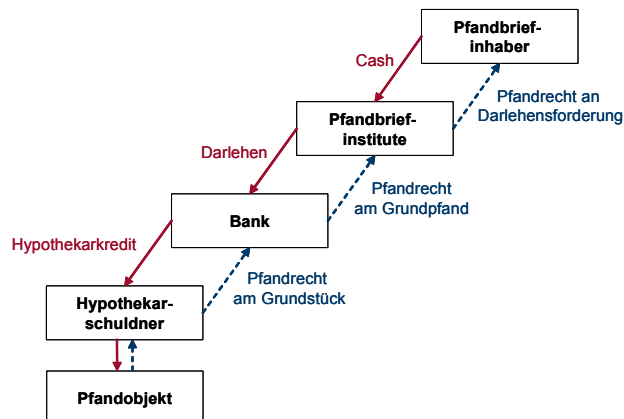
Das Schweizer Pfandbriefsystem erhielt seine heutige Form mit dem Pfandbriefgesetz (PFG), in Kraft seit 1931, ergänzt durch die Pfandbriefverordnung (PFV). Im Gegensatz zu anderen europäischen Ländern sind in der Schweiz nur zwei Institute zur Emission von Pfandbriefen berechtigt, nämlich die Pfandbriefzentrale der schweizerischen Kantonalbanken und die Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute. Der Umfang der Geschäftstätigkeit dieser beiden Institute

beschränkt sich auf die Ausgabe von Pfandbriefen, die Gewährung von Pfandbriefdarlehen an ihre Mitglieder wie auch an Nichtmitglieder gegen Deckung («Spezialbankenprinzip»), die Anlage des eigenen Vermögens sowie andere kurzfristige Bankgeschäfte nur insoweit, als zur Erfüllung der vorstehend genannten Aufgaben erforderlich. Keines der beiden Pfandbriefinstitute verfügt über eine generelle Banklizenz, und beide unterliegen der Aufsicht durch die Eidgenössische Bankenkommision.

Schweizer Pfandbriefe sind strikten gesetzlichen Vorschriften unterworfen. Die Laufzeit und das Tilgungsprofil eines Pfandbriefs müssen mit dem der grundpfandgesicherten Darlehen an die Mitgliedsbanken übereinstimmen (Gleichgewichts- und Deckungsprinzip). Dadurch werden Laufzeiten- und Zinsänderungsrisiken ausgeschlossen (kein Währungsrisiko, da sowohl die Deckungsaktiva als auch die Pfandbriefe selbst auf CHF lauten müssen). Die Darlehen können nur vorzeitig zurückbezahlt werden, wenn anstatt Bargeld Pfandbriefe der gleichen Serie geliefert werden. Die Darlehen müssen jederzeit durch inländische Grund- oder Faustpfandforderungen gedeckt sein; bei einer etwaigen Unterdeckung müssen Hypotheken nachgeliefert werden (gemäss PfG wären dazu auch Bargeld oder – unter Berücksichtigung eines Sicherheitsabschlages – kotierte Anleihen der Eidgenossenschaft, der Kantone und der Gemeinden erlaubt, wovon aber in der Praxis kein Gebrauch gemacht wird). Die der Deckung dienenden Hypotheken müssen von den Banken in ein Pfandregister eingetragen werden, werden jedoch von ihnen selbst gehalten und verwaltet (unter Überwachung durch die Pfandbriefinstitute). Dies ist im Gegensatz zu Mortgage-Backed Securities, wo die Hypothekarkredite im Zuge der Verbriefung aus der Bilanz der Bank ausgebucht werden. Die Hypotheken im Deckungsstock müssen von den übrigen Hypotheken physisch getrennt aufbewahrt werden. Die Pfandbriefbank betonte, dass sie die Eignung von Deckungsaktiva in einem mehrstufigen Verfahren eingehend überprüft. Zudem sind die Banken gesetzlich dazu verpflichtet, gefährdete Deckungen auszuwechseln sowie die Deckung zu erhöhen, wenn der Zinsertrag aus den unterlegten Hypotheken kleiner ist als der Zinsaufwand auf dem Darlehen.

Gemäss PfG kommen als Deckung in Betracht: Hypotheken auf Immobilien und Land (mit Ausnahme von Grundstücken, deren Wert mit fortschreitender Ausbeutung abnimmt, wie z.B. Gruben oder Steinbrüchen) sowie mit den vorstehend genannten Aktiven besicherte Schweizer Pfandbriefe. In der Schweiz setzt sich der Deckungspool grösstenteils aus Hypotheken auf Wohnliegenschaften zusammen, deren Ausfallquoten deutlich tiefer liegen als bei Hypotheken auf Gewerbeimmobilien. Die gesetzlich verankerte maximale Belehnungsquote von zwei Dritteln wird auf konservativ berechnete zugrundeliegende Werte (Verkehrswert bei Wohneigentum und Ertragswert bei Mehrfamilienhäusern) angewendet. Für alle anderen Immobilien beträgt die Belehnungsquote 50%. Zudem sind die Hypotheken im Deckungspool über die gesamte Schweiz verteilt, sodass geographische Klumpenrisiken weitgehend ausgeschlossen sind. Zusätzlich zu den bereits vorsichtig bewerteten Deckungsaktiva fordern die beiden Pfandbriefinstitute eine höhere Überdeckung als vom Gesetz vorgeschrieben (PfG: 0% Überdeckung). Bei der Pfandbriefbank müssen die als Sicherheit hinterlegten Hypotheken den Wert des Darlehens um 3% übersteigen, während die Pfandbriefzentrale für

Abbildung 6
Sicherheitskette für Schweizer Pfandbriefe



Quelle: Credit Suisse

Darlehen an ihre Mitgliedbanken eine Überdeckung von 10% fordert². Diese Überdeckung ist in unseren Augen relativ hoch, zumal die Hypotheken mit der Zeit teilweise zurückbezahlt werden, während der Wert des als Pfand hinterlegten Schuldbriefs unverändert bleibt und der Wert der Immobilie tendenziell sogar steigt.

Hohe Sicherheit für Schweizer Pfandbriefanleger

Pfandbriefinvestoren profitieren von einer mehrstufigen Sicherheitskette, wobei nicht nur die Pfandobjekte, sondern auch der Hypothekarschuldner, die Mitgliedbanken mit all ihren Aktiven sowie das Pfandbriefinstitut selbst das Haftungssubstrat bilden (vgl. Abb. 6).

Falls eine Schuldnerbank eines Pfandbriefinstituts zahlungsunfähig werden sollte, haben Schweizer Pfandbriefanleger und das Pfandbriefinstitut einen direkten Vorzugsanspruch auf die im Pfandregister eingetragene Deckungsmasse («Konkurschutz»). Sonstige Gläubiger könnten erst Ansprüche auf den Deckungspool erheben, nachdem die Ansprüche der Pfandbriefgläubiger vollumfänglich befriedigt wurden. Da die Banken dazu verpflichtet sind, eine ungenügende Deckung durch Einbringung neuer Grundpfänder in den Deckungspool zu beheben, hat keines der beiden Schweizer Pfandbriefinstitute je einen Verlust erlitten. Erwähnenswert ist zudem, dass die Eröffnung eines Konkursverfahrens Zahlungen auf Pfandbriefdarlehen (sowohl Zins wie auch Nennwert) nicht verzögern kann.

Im unwahrscheinlichen Szenario, dass ein Pfandbriefinstitut insolvent werden sollte, würden zuerst dessen freien Aktiven (hauptsächlich Anlagen in erstklassige Wertschriften, die von der Schweizerischen Nationalbank als Sicherheit akzeptiert werden) verwertet. Solange der Deckungspool keine substanziellen Mängel aufweist, sollten die Schweizer Pfandbriefe wie anhin weiterlaufen.

² Diese unterschiedliche Überdeckungshöhe ist u.E. darauf zurückzuführen, dass die Pfandbriefbank ein zentralisiertes Deckungsregister aufweist, während die Pfandbriefzentrale ein dezentralisiertes hat.

Disclosure appendix

Analyst certification

The analysts identified in this report hereby certify that views about the companies and their securities discussed in this report accurately reflect their personal views about all of the subject companies and securities. The analysts also certify that no part of their compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendation(s) or view(s) in this report.

Important disclosures

Credit Suisse policy is to publish research reports, as it deems appropriate, based on developments with the subject company, the sector or the market that may have a material impact on the research views or opinions stated herein. Credit Suisse policy is only to publish investment research that is impartial, independent, clear, fair and not misleading.

For more detail, please refer to the information on independence of financial research, which can be found at:

https://entry4.credit-suisse.ch/csfs/research/p/d/de/media/independence_en.pdf

The analyst(s) responsible for preparing this research report received compensation that is based upon various factors including Credit Suisse total revenues, a portion of which are generated by Credit Suisse Investment Banking business.

The Credit Suisse Code of Conduct to which all employees are obliged to adhere, is accessible via the website at:

https://www.credit-suisse.com/governance/en/code_of_conduct.html

Additional disclosures for the following jurisdictions

Hong Kong: Other than any interests held by the analyst and/or associates as disclosed in this report, Credit Suisse Hong Kong Branch does not hold any disclosable interests. **United Kingdom:** For fixed income disclosure information for clients of Credit Suisse (UK) Limited and Credit Suisse Securities (Europe) Limited, please call +41 44 333 33 99.

For further information, including disclosures with respect to any other issuers, please refer to the Credit Suisse Global Research Disclosure site at:

https://entry4.credit-suisse.ch/csfs/research/p/d/de/disclosure_en.html

Guide to analysis

Corporate bond recommendations

The recommendations are based fundamentally on forecasts for total returns versus the respective benchmark on a 3–6 month horizon and are defined as follows:

BUY:	Expectation that the bond issue will be a top performer relative to its sector and rating class
HOLD:	Expectation that the bond issue will be an average performer relative to its sector and rating class
SELL:	Expectation that the bond issue will be a poor performer relative to its sector and rating class
RESTRICTED:	In certain circumstances, internal and external regulations exclude certain types of communications, including e.g. an investment recommendation during the course of Credit Suisse engagement in an investment banking transaction.

Credit ratings definition

The Swiss Institutional Credit Research of Private Banking division at Credit Suisse assigns ratings to investment-grade and sub-investment-grade issuers. Ratings are based on our assessment of a company's creditworthiness and are not recommendations to buy or sell a bond. The ratings scale (AAA, AA, A, BBB, BB and below) is dependent on our assessment of an issuer's ability and willingness to meet its financial commitments on a timely manner and in full.

AAA:	Best credit quality and lowest expectation of credit risks, including an exceptionally high capacity level with respect to debt servicing. This capacity is unlikely to be adversely affected by foreseeable events.
AA:	Obligor's capacity to meet its financial commitments is very strong
A:	Obligor's capacity to meet its financial commitments is strong
BBB:	Obligor's capacity to meet its financial commitments is adequate, but adverse economic / operating / financial circumstances are more likely to impact the capacity to meet its obligations
BB and below:	Interest and debt obligations have speculative characteristics and are subject to substantial credit risk due to adverse economic /

operating / financial circumstances resulting in inadequate capacity to service its obligations

For the AA, A, BBB, BB and below categories, creditworthiness is further detailed with a scale of High, Mid, or Low, with High being the strongest sub-category rating. An Outlook indicates the direction a rating is likely to move over a twelve to eighteen month period. Outlooks may be "positive", "stable" or "negative". A positive or negative Rating Outlook does not imply a rating change is inevitable. Similarly, ratings for which outlooks are stable could be upgraded or downgraded before an outlook moves to positive or negative if circumstances warrant such an action. A rating may also be "under review", indicating a potential rating action.

Global disclaimer / important information

References in this report to Credit Suisse include subsidiaries and affiliates. For more information on our structure, please use the following link:

http://www.credit-suisse.com/who_we_are/en/structure.html

The information and opinions expressed in this report were produced by the Global Research department of Division Private Banking at Credit Suisse as of the date of writing and are subject to change without notice. Views expressed in respect of a particular stock in this report may be different from, or inconsistent with, the observations and views of the Credit Suisse Research department of Division Investment Banking due to the differences in evaluation criteria. The report is published solely for information purposes and does not constitute an offer or an invitation by, or on behalf of, Credit Suisse to buy or sell any securities or related financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. It has been prepared without taking account of the objectives, financial situation or needs of any particular investor. Although the information has been obtained from and is based upon sources that Credit Suisse believes to be reliable, no representation is made that the information is accurate or complete. Credit Suisse does not accept liability for any loss arising from the use of this report. The price and value of investments mentioned and any income that might accrue may fluctuate and may rise or fall. Nothing in this report constitutes investment, legal, accounting or tax advice, or a representation that any investment or strategy is suitable or appropriate to individual circumstances, or otherwise constitutes a personal recommendation to any specific investor. Any reference to past performance is not necessarily indicative of future results. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any products mentioned in this document. Alternative investments, derivative or structured products are complex instruments, typically involve a high degree of risk and are intended for sale only to investors who are capable of understanding and assuming all the risks involved. Investments in emerging markets are speculative and considerably more volatile than investments in established markets. Risks include but are not necessarily limited to: political risks; economic risks; credit risks; currency risks; and market risks. An investment in the funds described in this document should be made only after careful study of the most recent prospectus and other fund information and basic legal information contained therein. Prospectuses and other fund information may be obtained from the fund management companies and/or from their agents. This report is directed at Credit Suisse's market professionals and institutional clients. Recipients who are not market professionals or institutional clients of Credit Suisse should, before entering into any transaction, consider the suitability of the transaction to individual circumstances and objectives. Credit Suisse recommends that investors independently assess, with a professional financial advisor, the specific financial risks as well as legal, regulatory, credit, tax and accounting consequences. A Credit Suisse company may, to the extent permitted by law, participate or invest in other financing transactions with the issuer of the securities referred to herein, perform services or solicit business from such issuers, and/or have a position or effect transactions in the securities or options thereof.

Distribution of research reports

Except as otherwise specified herein, this report is distributed by Credit Suisse, a Swiss bank, authorized and regulated by the Swiss Federal Banking Commission. **Australia:** This report is distributed in Australia by Credit Suisse, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896) only to "Wholesale" clients as defined by s761G of the Corporations Act 2001. CSSB does not guarantee the performance of, nor makes any assurances with respect to the performance of any financial product referred herein. **Bahamas:** This report was prepared by Credit Suisse, the Swiss bank, and is distributed on behalf of Credit Suisse, Nassau Branch, a branch of the Swiss bank, registered as a broker-dealer by the Securities Commission of the Bahamas. **Dubai:** This information is distributed by Credit Suisse Dubai branch, duly licensed and regulated by the Dubai Financial Services Authority (DFSA). Related financial products or services are only available to wholesale customers with liquid assets of over USD 1 million who have sufficient financial experience and understanding to participate in financial markets in a wholesale jurisdiction and satisfy the regulatory criteria to be a client. **France:** This report is distributed by Credit Suisse (France), authorized by the Comité des Etablissements

de Crédit et des Entreprises d'Investissements (CECEI) as an investment service provider. Credit Suisse (France) is supervised and regulated by the Commission Bancaire and the Autorité des Marchés Financiers. **Germany:** Credit Suisse (Deutschland) AG, authorized and regulated by the Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), disseminates research to its clients that has been prepared by one of its affiliates. **Gibraltar:** This report is distributed by Credit Suisse (Gibraltar) Limited. Credit Suisse (Gibraltar) Limited is an independent legal entity wholly owned by Credit Suisse and is regulated by the Gibraltar Financial Services Commission. **Guernsey:** This report is distributed by Credit Suisse (Guernsey) Limited. Credit Suisse (Guernsey) Limited is an independent legal entity wholly owned by Credit Suisse and is regulated by the Guernsey Financial Services Commission. Copies of annual accounts are available on request. **Hong Kong:** This report is issued in Hong Kong by Credit Suisse Hong Kong branch, an Authorized Institution regulated by the Hong Kong Monetary Authority and a Registered Institution regulated by the Securities and Futures Ordinance (Chapter 571 of the Laws of Hong Kong). **India:** This report is distributed by Credit Suisse Securities (India) Private Limited ("Credit Suisse India"), regulated by the Securities and Exchange Board of India (SEBI). **Italy:** This report is distributed in Italy by Credit Suisse (Italy) S.p.A., a bank incorporated and registered under Italian law subject to the supervision and control of Banca d'Italia and CONSOB. **Luxembourg:** This report is distributed by Credit Suisse (Luxembourg) S.A., a Luxembourg bank, authorized and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Mexico:** The information contained herein does not constitute a public offer of securities as defined in the Mexican Securities Law. This report will not be advertised in any mass media in Mexico. This report does not contain any advertisement regarding intermediation or providing of banking or investment advisory services in Mexico or to Mexican citizens. **Qatar:** This information has been distributed by Credit Suisse Financial Services (Qatar) L.L.C, which has been authorized and is regulated by the Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) under QFC No. 00005. All related financial products or services will only be available to Business Customers or Market Counterparties (as defined by the Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA)), including individuals, who have opted to be classified as a Business Customer, with liquid assets in excess of USD 1 million, and who have sufficient financial knowledge, experience and understanding to participate in such products and/or services. **Russia:** The research contained in this report does not constitute any sort of advertisement or promotion for specific securities, or related financial instruments. This research report does not represent a valuation in the meaning of the Federal Law On Valuation Activities in the Russian Federation and is produced using Credit Suisse valuation models and methodology. **Singapore:** Distributed by Credit Suisse Singapore branch, regulated by the Monetary Authority of Singapore. **Spain:** This report is distributed in Spain by Credit Suisse Spain branch, authorized under number 1460 in the Register by the Banco de España. **United Kingdom:** This report is issued by Credit Suisse (UK) Limited and Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited and Credit Suisse (UK) Limited, both authorized and regulated by the Financial Services Authority, are associated but independent legal entities within Credit Suisse. The protections made available by the Financial Services Authority for private customers do not apply to investments or services provided by a person outside the UK, nor will the Financial Services Compensation Scheme be available if the issuer of the investment fails to meet its obligations.

UNITED STATES: NEITHER THIS REPORT NOR ANY COPY THEREOF MAY BE SENT, TAKEN INTO OR DISTRIBUTED IN THE UNITED STATES OR TO ANY US PERSON.

Local law or regulation may restrict the distribution of research reports into certain jurisdictions.

This report may not be reproduced either in whole or in part, without the written permission of Credit Suisse. Copyright © 2008 Credit Suisse Group and/or its affiliates. All rights reserved.

8C012A-SICR