

ABS & STRUCTURED CREDITS

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Asset Backed Watcher

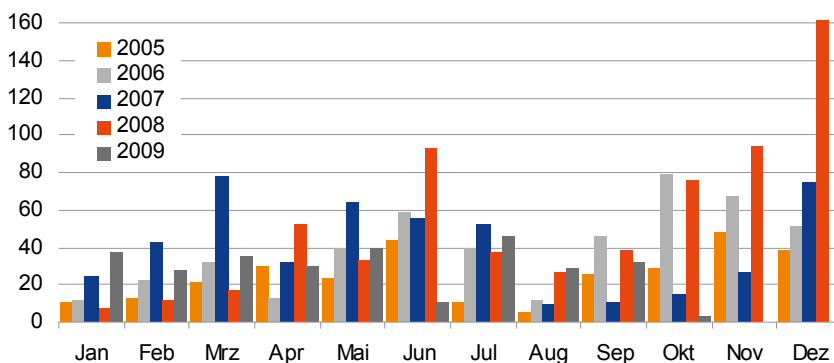
Top story: ABS 2.0 – Intro: „Via Dolorosa“

■ Nach mehr als zwei Jahren sind die Verbriefungsmärkte immer noch nicht voll funktionsfähig. Zahlreiche Initiative der Verbriefungsindustrie, der Rating-Agenturen sowie der Regulatoren sind auf den Weg gebracht, um den Markt wieder in Gang zu bringen und ihm einen nachhaltig stabilen Rahmen zu geben.. Wir skizzieren die aktuellen Bestrebungen und stellen anhand der Beispiele „Risikoeinbehalt“ sowie „Gold-Standard“ dar, dass es keine einfachen und eindimensionalen Lösungen für komplexe Probleme gibt, und dass noch einiges zu tun ist, bevor der Verbriefungsmarkt den Status „ABS 2.0“ erreicht hat.

Primär- und Sekundärmarkt

- Neuemissionen im Volumen von insgesamt rund 17,1 Mrd. EUR wurden in diesen Wochen lanciert. Der Fokus lag dabei auf Auto ABS beziehungsweise auf ABS aus Deutschland. Auf reges Anlegerinteresse stießen die beiden öffentlich vermarkteten Transaktionen „VCL 11“ sowie die „Permanent 2009-1“.
- In einem festen Sekundärmarkt engten sich die Spreads über alle Assetklassen weiter ein. Die Liquidität des Marktes nimmt zu, auch weil einige Banken ihr ABS Geschäft wieder ausweiten.

EMISSIONSVOLUMEN DES EUROPÄISCHEN STRUCTURED FINANCE MARKTES (MRD. EURO)



Quelle: DZ BANK

ANLEIHEN

Vierzehntäglich
9.10.2009

INHALT

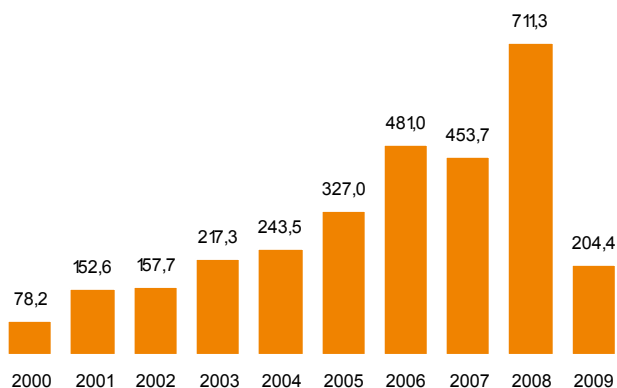
ABS 2.0 INTRO – „VIA DOLOROSA“	2
NEWS – TICKER	11
ITRAXX AUF EINEN BLICK	12
ABS MARKT AUF EINEN BLICK	13
AKTUELLE PIPELINE	14
NEUEMISSIONEN	14
ABS	15
RMBS & CMBS	18
CDO	19
AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN	20
IMPRESSUM	26

ABS 2.0 INTRO – „VIA DOLOROSA“

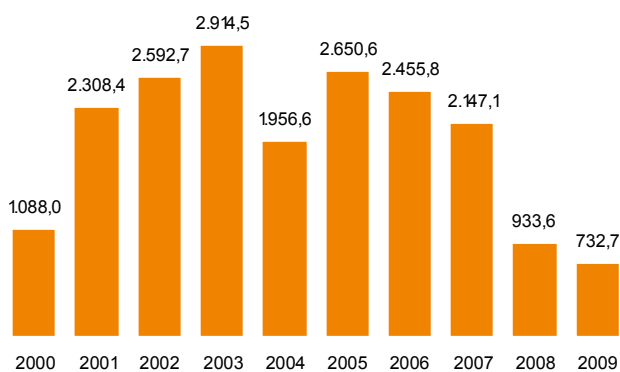
Der Verbriefungsmarkt ist nach mehr als zwei Jahren weltweit immer noch nicht wieder funktionsfähig, was allein die reine Betrachtung der Neuemissionen belegt, wie die folgenden Grafiken für den Zeitraum bis zur Jahresmitte 2009 und den europäische sowie US-amerikanischen Markt zeigen, wenngleich das Bild für Europa zudem noch durch den „Schattenmarkt“ der einbehaltenen bzw. EZB-Repo-Transaktionen verzerrt wird.

Verbriefungsmärkte nur eingeschränkt funktionsfähig

NEUEMISSIONEN EUROPA (MRD. EURO)



NEUEMISSIONEN USA (MRD. EURO)



Quelle: ESF; Anm.: Daten 2009 für H1

Die europäischen Neuemissionen entfallen nach der Asset-Klasse überwiegend auf RMBS und von der „Art“ der Transaktion her immer noch überwiegend in die Kategorie „Einbehalt“ bzw. „EZB“. Immerhin sind erste Anzeichen eines real existierenden Marktes zu verzeichnen, da in den letzten Wochen einerseits einige Benchmark-Transaktionen (VCL 11, Permanant 2009-1) sowie kleinere Deals wie Globaldrive und TESCO öffentlich vermarktet (bzw. Private Placement bei Globaldrive) und sehr gut vom Markt aufgenommen wurden. Gleichzeitig wurde die Tender-Offer von Santander vom Markt faktisch abgelehnt, was ebenfalls als Indiz dafür gewertet werden kann, dass die Investoren grundsätzlich vom „Value“ ihrer Positionen überzeugt sind, zumal dieser sich in den letzten Monaten auch durch spürbare Kurserholungen in vielen Asset-Klassen materialisiert hat.

Positive Zeichen

Trotz dieser einzelnen Schwalben, die natürlich noch keinen Sommer machen, liegt noch ein beschwerlicher Weg vor uns bis zu einer nachhaltigen Normalisierung des Marktes, mit der öffentlichen Platzierung als Standardfall, einem aktiven Sekundärmarkt sowie einer ausreichend breiten und diversifizierten Investorengemeinde, die das Produkt ABS nicht mehr unter Bedingungen des Ausnahmezustandes handhabt, sondern als eine Anlage-Klasse von vielen im Rahmen ihrer Portfolios. Letzterer Aspekt umfasst nicht nur – und das ist ganz wichtig – eine Reaktivierung von Alt-Investoren, sondern vor allem auch die Gewinnung neuer Investorenkreise, da einem c.p. unveränderten Angebot nach dem Ausscheiden vor allem außerbilanzieller Investment-Vehikel ein deutlich verkleinerter Nachfragerkreis gegenübersteht. Der Weg, auf dem im Übrigen bereits einige Schritte gemacht wurden, muss dahin führen, durch ein konzertiertes

Investoren müssen „reanimiert“ und neu erschlossen werden

Zusammenwirken der Angebotsseite bzw. Verbriefungsindustrie, der Regulatoren und der Ratingagenturen die Produkte ausreichend attraktiv zu gestalten, dass neue Investorengruppen erschlossen werden können, die bislang vielleicht nur in anderen AAA-Segmenten wie Covered Bonds und Staatsanleihen agiert haben.

In diesem Beitrag wollen wir nur kurz umreißen, welche wichtigen Initiativen bereits in Gang gesetzt wurden und am Beispiel der beiden „Baustellen“ Risikoeinbehalt und „Gold-Standard“ für den Verbriefungsmarkt verdeutlichen, dass es leider keine einfachen Lösungen für komplexe Probleme gibt, und dafür sensibilisieren, dass man sicherlich auf dem richtigen Weg ist, den Verbriefungsmarkt als wichtiges Bindeglied zwischen Kredit- und Kapitalmarkt wieder zu reanimieren, dieser Weg jedoch nicht einfach werden wird.¹

Von Seiten der Verbriefungsindustrie wurden bereits zahlreiche Bemühungen unternommen, bzw. zumindest eingeleitet, von denen wir die wichtigsten, einschließlich einer kurzen Statusindikation in der umseitigen Tabelle zusammen gestellt haben. Darüber hinaus wird von der europäischen Verbriefungsindustrie im Rahmen des EFR („European Financial Services Round Table“) derzeit ein Projekt „Prime Collateral Securities (PCS)“ verfolgt, das wir weiter unten als Beispiel für den „Gold-Standard“ diskutieren.

Die Rating-Agenturen haben neben einer Vielzahl von Modellanpassungen bzw. Methodenänderungen in den letzten Monaten einerseits auf Ebene ihrer Corporate Governance gearbeitet, andererseits eine Fülle zusätzlicher Informationen in Form von Research-Reports, Aktivitäten-Übersichten oder auch methodischer Erweiterungen wie zum Beispiel Volatilitäts-Scores eingeführt.

Auf regulatorischer Ebene ist vor allem auf Vorschriften zur Eigenkapitalunterlegung (Wieder-Verbriefungen, Risiko-Einbehalt – hierzu mehr weiter unten) sowie auf Regeln für eine ordnungsgemäße Due Diligence durch Investoren hinzuweisen.

Agenda

Initiativen der Verbriefungsindustrie

Initiativen Rating-Agenturen

Initiativen Regulierung

¹ Im folgenden Auszug eines Liedtextes, das bereits der deutschen Fußball-Nationalmannschaft ein treuer Begleiter war, dürfte sich auch der eine oder andere Research-Kollege nach den Erfahrungen der Krise wiederfinden: „Dieser Weg wird kein leichter sein, dieser Weg wird steinig und schwer. Nicht mit vielen wirst du dir einig sein, doch dieses Leben bietet so viel mehr. Manche treten dich, manche lieben dich, manche geben sich für dich auf. Manche segnen dich, setz dein Segel nicht, wenn der Wind das Meer aufbraust.“ (Xavier Naidoo: Dieser Weg)

Initiative /Projekt	Projektleitung	Status
1) Erhöhung der Transparenz beim Reporting von Verbriefungs-Exposures im Rahmen von Säule 3 der CRD	EBF, LIBA, ESBG, EACB, EAPB	Erledigt: „Industry Good Practice Guidelines on Pillar 3 Disclosure Requirements for Securitisation“ v. 18. Dezember 2008 (www.liba.org.uk).
2) Bereitstellung umfassender, häufiger und relevanter statistischer Daten: Neuer „Securitisation Data Report“	ESF, SIFMA, CMSA, ICMA	Erledigt: Vierteljährlicher „Securitisation Data Report“, seit Q1 2008 (www.europeansecuritisation.com)
3) Grundsätze für die Informationsveröffentlichung von ABCP Emittenten	ICMA, ESF	Erledigt: „Code of Conduct On Disclosure in the ABCP Market“, Juni 2008 (www.icma-group.org)
4) Grundsätze der Transparenz und Informationsveröffentlichung für Emittenten von Term-Verbriefungen	ESF, SIFMA, CMBS	Tw. Erledigt: RMBS Issuer Principles for Transparency and Disclosure V1“, Oktober 2008 (www.europeansecuritisation.com). Deutschland: Verkaufsprospekte und Investor-Reports werden im Rahmen der Zertifizierung von Transaktionen auf der Internetseite der TSI bereit gestellt (www.true-sale-international.de).
5) Freier Zugang zu Transaktionsinformationen	ESF, SIFMA, CMSA	Tw. Erledigt: Wird abgedeckt durch oben 4), im jeweiligen Abschnitt „Ongoing Post-Issuance Reporting Principles – Access to Issuer and Data Provider Websites“- greift für aktuelle Investoren.
6) Entwicklung von Daten-/Internetportalen für Prospekte, Investor Reports etc.	ESF, SIFMA, CMSA	Aus juristischen Gründen wird angestrebt, Zugang zu Basisinformationen einer „breiten Öffentlichkeit“ kostenlos oder „günstig“ über gewerbliche Datenanbieter zu erzielen – ansatzweise erledigt, bislang lediglich Angebot von Lewtan auf www.globalabsportal.com , mit 1.149 Verkaufsprospekten per 11. September 2009.
7) ESF Internetseite für RMBS und CDO-Emittenten/Manager	ESF	Ansatzweise erledigt, „European RMBS Directory“ und „European CDO Directory“ auf www.europeansecuritisation.com .
8) Verbesserung der Standardisierung und Digitalisierung von Reporting Templates und Informationen über die Granularität von Verbriefungsportfolios	ESF, SIFMA, CMSA	Ansatzweise erledigt: „Prime RMBS Standardised Reporting Template“, Dezember 2008. Deutschland: Reportinganforderungen für CLOs, CMBS, RMBS, Consumer Loans, Leasingforderungen der TSI; Stand September 2009
9) Standardisierung von Definitionen	ESF, SIFMA, CMSA	Keine aktuellen Informationen über den Status verfügbar.
10) Entwicklung von Grundsätzen für die Kreditprüfung und Bewertung durch Investoren	ESF, SIFMA, CMSA	Keine aktuellen Informationen über den Status verfügbar.

Quelle: DZ BANK

Beispiel-Baustelle 1: Risikoeinbehalt

Im Zuge der Krise trat in einigen Segmenten des Verbriefungsmarktes das Phänomen des Moral Hazard zu Tage, welches letztlich auf eine fehlende Kohärenz der Interessen von Anbieter und Nachfragern von Verbriefungsprodukten zurück zu führen war. Ein fehlendes „Commitment“ der verbriefenden Institute zu ihren Transaktionen bzw. eine laxere Kreditvergabe in Anbetracht der Ausplatierungsmöglichkeiten von Risiken am Kapitalmarkt waren die Folge. Um für die Zukunft solche Fehlentwicklungen einzudämmen, wurde von verschiedenen Seiten das Konzept des „Risikoeinbehalts“ bzw. der Interessenangleichung von Originator und Investor („alignment of interest“) ins Spiel gebracht, und befindet sich derzeit bereits in der offiziellen Umsetzung bzw. der Feinabstimmung.

Idee allgemein

Nach dem letzten Stand vom 6. Mai 2009 liegt eine EU-Richtlinie vor, die u.a. einen neuen Artikel 122a der CRD bezüglich Risikoeinbehalt enthält, und der gegenwärtig mit dem Ausschuss der europäischen Bankaufsichtsbehörden („Committee of European Banking Supervisors“, CEBS) in Bezug auf Methodik der Berechnung

Finale Regelung bis Ende 2009

sowie Höhe des Selbstbehaltes abgestimmt wird. Eine Finalisierung der Vorschrift durch die Kommission soll dann bis Ende 2009 vorgenommen werden.²

Die Grundidee des Risikoeinbehalts wird im Erläuterungsteil des Richtlinienentwurfs etwas leichter lesbarer als im Text des eigentlichen Artikels 122a eingängig wie folgt skizziert:

Idee Art. 122a CRD

GRUNDIDEE DES RISIKOEINBEHALTES

„Inkongruenzen zwischen den Interessen der Firmen, die Kredite in handelbare Wertpapiere und andere Finanzinstrumente ‚umverpacken‘ (Originatoren oder Sponsoren), und der Firmen, die in diese Wertpapiere oder Instrumente investieren (Anleger), müssen beseitigt werden. Es ist auch wichtig, dass die Interessen des Originators oder Sponsors mit den Interessen der Anleger in Einklang gebracht werden. Um dies zu gewährleisten, sollte der Originator oder Sponsor einen signifikanten Anteil an den zugrunde liegenden Aktiva zurückbehalten. Daher ist es wichtig, dass die Originatoren oder Sponsoren das Risiko aus den fraglichen Krediten nicht gänzlich weiter geben.“

Quelle: Entwurf der EU-Richtlinie vom 6. Mai 2009

In der Diktion von Artikel 122a ist diese Idee derart umgesetzt, dass Kreditinstitute nur noch dann in Verbriefungstransaktionen investieren dürfen, wenn – alternativ – der Originator, Sponsor oder ursprüngliche Kreditgeber dem Investor ausdrücklich erklären, dass sie „kontinuierlich einen materiellen Nettoanteil („net economic interest“) von mindestens 5% halten (werden).“ Das Halten des materiellen Nettoanteils kann – nach dem jetzigen Stand - alternativ vier verschiedene Ausprägungen annehmen, die ökonomisch nicht zum gleichen Ergebnis führen:

Status Quo des Art. 122a CRD

1. Halten eines Anteils von mindestens **5%** des Nominalwerts einer jeden an die **Anleger verkauften oder übertragenen Tranche**. Würde man die komplette Kapitalstruktur – partiell – ausplazieren, würde man einen so genannten „Vertical Slice“ vornehmen,
2. Halten eines Originatoranteils von mindestens **5%** des Nominalwerts der **verbrieften Forderungen** (Option gilt nur bei Verbriefung revolvingender Forderungen),
3. Halten eines Anteils – von nach dem Zufallsprinzip ausgewählten **Forderungen** – der mindestens **5%** des Nominalwerts der **verbrieften Forderungen** entspricht, wenn diese Forderungen ansonsten verbrieft worden wären,

² Gemäß Schreiben vom 5. Mai 2009 der EU-Kommission an das CEBS („Call for Technical Advice“) geht es vor allem um die folgenden Fragen. (1) Ist die Höhe des Einbehalts von 5% ausreichend, um systemische Risiken des Verbriefungsmarktes einzudämmen? (2) Ist sichergestellt, dass die Regeln in Artikel 122a bzw. deren Ziele nicht durch eine entsprechende Strukturierung umgangen werden können, z.B. durch Gebührenvereinbarungen? (3) Muß das Regelwerk von Artikel 122a ggfs. noch erweitert werden, um eine Interessenangleichung herbei zu führen? Eine Stellungnahme wird von CEBS bis zum 31. Oktober 2009 erbeten.

4. Halten der **Erstverlusttranche** und erforderlichenfalls **weiterer Tranchen** mit **a) gleichem oder höherem Risikoprofil** und **b) mindestens ebenso langer Laufzeit** wie die an Investoren verkauften Tranchen, so dass der insgesamt gehaltene Anteil mindestens **5%** des Nominalwerts der **verbrieften Forderungen** entspricht.

Die Berechnung des materiellen Nettoanteils in obigem Sinne muss während der Laufzeit der Transaktion kontinuierlich vorgenommen werden und die einbehaltenen „Risiken“ dürfen weder abgesichert noch verkauft werden.

Kontinuierliche Pflicht

Werden Investments getätigt, obwohl die obigen Voraussetzungen nicht erfüllt sind, wird dies durch ein im Vergleich zum Normalfall erhöhtes Risikogewicht sanktioniert. Nach dem Richtlinien text sollen die zuständigen Aufsichtsbehörden bei Verstößen ein „angemessenes zusätzliches Risikogewicht von mindestens 250% des Risikogewichts (Obergrenze 1.250%) verhängen (...) und dass das Risikogewicht mit jedem weiteren Verstoß gegen die Sorgfaltsbestimmungen schrittweise angehoben wird.“

Sanktion

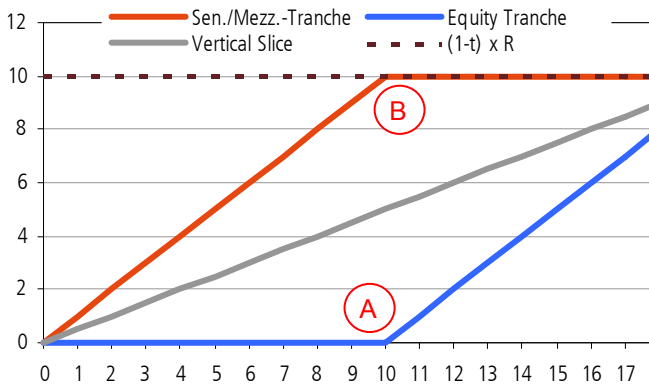
In der Regel wird ein effizienter Risikoeinbehalt – der den Originator also zu einer sorgfältigen Kreditvergabe „im eigenen Interesse“ veranlasst – mit dem Einbehalt der Erstverlustposition, dem Equity Piece gleich gesetzt. Ganz so einfach ist die Sache jedoch nicht, da die Wirkung abhängig von der konkreten Ausgestaltung (z.B. Dicke der Erstverlustposition) sowie dem Makro-Umfeld ist, d.h. zum Beispiel der Wahrscheinlichkeit einer systematischen Verschlechterung der Rahmendaten mit der Konsequenz eines – kurzfristigen – Anstiegs der Ausfallraten und einer unter Umständen sehr schnellen Aufzehrung der Erstverlustposition. In einem solchen Szenario kann der Einbehalt anderer Teile der Kapitalstruktur für den Originator einen wirksameren Anreiz zur sorgfältigen Kreditvergabe setzen, worauf jüngst im Quartalsbericht der Bank for International Settlements hingewiesen wurde.

Einbehalt des Equity Piece ist nicht der Königsweg

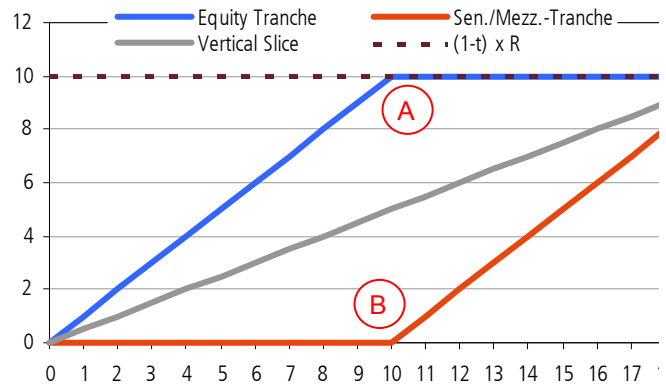
In einem stark vereinfachten Beispiel werden drei Varianten des Einhalts verglichen. Die Auszahlungsströme bzw. Payoffs aus der Perspektive von Originator bzw. Investor bei Einbehalt von Equity Piece, Mezzanine Tranche sowie eines Vertical Slice durch die gesamte Kapitalstruktur ist in den beiden folgenden Grafiken dargestellt.

Beispiel

PAYOFF-PROFILE DIVERSER EINBEHALTUNGSVARIANTEN – ORIGINATOREN-PERSPEKTIVE



PAYOFF-PROFILE DIVERSER EINBEHALTUNGSVARIANTEN – INVESTOREN-PERSPEKTIVE



Quelle: BIS

Die blauen Kurven stellen den Fall Einbehalt des Equity Pieces dar, die roten spiegelbildlich den Einbehalt von Mezzanine-Risiko und die grauen Geraden die lineare Payoff-Entwicklung bei einem Vertical Slice. Betrachten wir exemplarisch die Equity Piece-Variante. Der Originator erhält hier naturgemäß die Residualzahlungen aus dem verbrieften Portfolio, nachdem alle anderen Ansprüche hieran bedient sind, was hier – laufende „Verzinsung“ außer Acht gelassen – ab dem Zeitpunkt T10 einsetzen soll. Aus der Perspektive des Investors stellt sich der Payoff spiegelbildlich dar, d.h. er hat bis zu diesem Zeitpunkt T10 c.p. alle ihm vertraglich zustehenden Zahlungen erhalten. Wir unterstellen nun ein Rezessionsszenario mit einem starken Anstieg von Ausfällen, in Verbindung mit einer relativ dünnen Equity-Tranche, und eine Realisierung dieses Szenarios bis zum Zeitpunkt T10 bzw. dem Wendepunkt A, bzw. genauer, dass ein solches Szenario bereits bei Kreditvergabe bzw. Strukturierung der Transaktion eine hinreichend hohe Wahrscheinlichkeit hatte. Die Auszahlungen auf das Equity Piece würden gegen Null streben, es würde durch Verluste vollständig aufgezehrt werden, und da dies ex ante prognostizierbar war bzw. vom Originator vermutet wurde und insoweit unvermeidbar war, bestand faktisch für ihn kein Anreiz, bei der Kreditvergabe eine besondere Sorgfalt walten zu lassen. Der Anreiz bzw. „Einsatz“ in Form von Auszahlungen, die aufs Spiel gesetzt werden, wäre bei beiden anderen Varianten höher gewesen, denn in beiden Fällen wird links von den Wendepunkten ein positiver Payoff generiert. Im Umkehrschluss wäre der Einbehalt des Equity Piece sinnvoller, in einem Szenario, bei dem eine Rezession relativ unwahrscheinlich ist bzw. erst sehr spät einsetzt und /oder das Equity Piece so dick ist, dass es nicht durch den Anstieg der Ausfälle aufgezehrt wird.

Letztlich kommt die BIS zu dem Ergebnis, dass eine flexible Regelung zum Risikoeinbehalt Bezug auf Höhe und Teil der Kapitalstruktur zu begrüßen wäre, wenn sie mit entsprechenden Offenlegungspflichten gegenüber dem Markt einher geht. Auf diesem Wege könnte das für den Originator ökonomisch – noch –

Beispiel Fortsetzung

Fazit

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Sinnvolle, mit dem aus Sicht der Aufsicht Wünschenswerten und dem aus der Perspektive der Investoren Hinreichenden auf einen gemeinsamen Nenner gebracht werden. Diese Skizze der Problematik des Risikoeinhalts soll nur stark verkürzt und exemplarisch illustrieren, dass ein Problem auf dem Weg der Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes identifiziert ist, es jedoch keinen Königsweg zur Problemlösung gibt.³

Baustelle 2: Der „Gold-Standard“ für den Verbriefungsmarkt

Seit einiger Zeit wird im Rahmen der EFR von europäischen Marktteilnehmern am Projekt „Prime Collateral Securities“ (PCS) gearbeitet, mit dem Ziel das Produkt PCS im Laufe des Jahres 2010 an den Markt zu bringen. Die Grundidee der PCS ist es, ein neues Segment am Verbriefungsmarkt zu schaffen, um auf dem Umweg über ein neues, nicht – durch die Krise, Subprime etc. – vorbelastetes Produkt das Instrument Verbriefung zu „rehabilitieren“, sowohl für Anbieter (Verbriefung als Finanzierungsinstrument) als auch für Nachfrager (Verbriefung als Investment). Im Hinblick auf beide Zielgruppen soll nicht zuletzt auch neue Klientel angesprochen werden: bei den Anbietern soll vorrangig eine Alternative zum Pfandbrief bzw. zur unbesicherten Anleihe als Funding-Instrument geschaffen werden; auf der Investorenmehrheit soll – nach dem Wegfall weiterer Teile von „Hebel-Investoren“ eine Alternative zu Covered Bonds bzw. Staatsanleihen geboten werden, die sich vor allem durch sehr gutes Rating (AAA) und feste Fälligkeiten bzw. Laufzeiten auszeichnet.

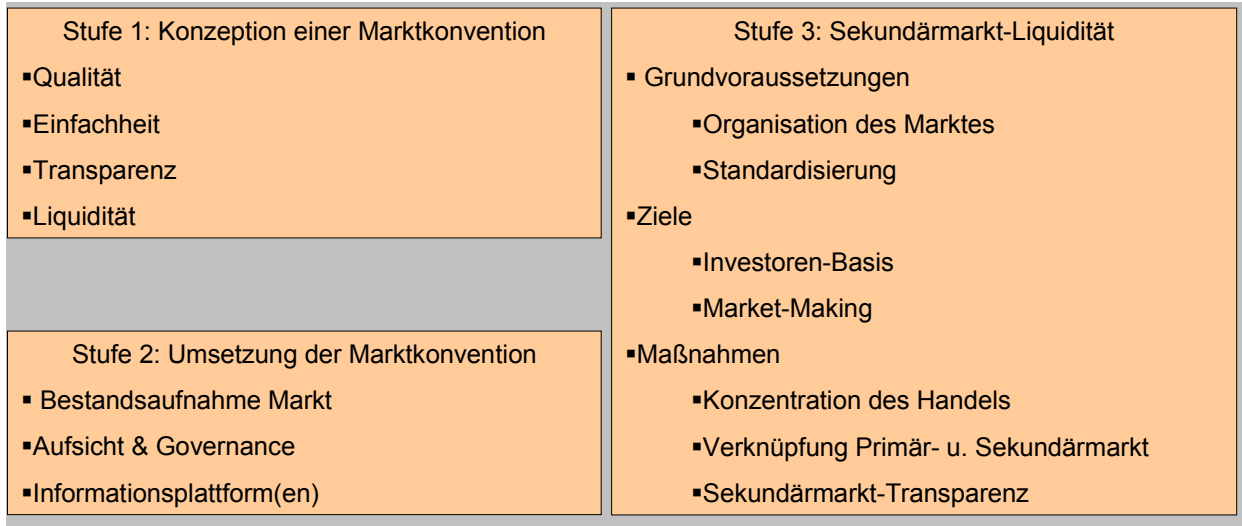
Projekt Prime Collateral Securities

Stark verkürzt wird beabsichtigt, eine umfassende Marktkonvention für das Produkt bzw. das Marktsegment PCS zu konzipieren, das vor allem auf Standardisierung und Transparenz sowie der Schaffung einer Marke mit bestimmten Qualitätsmerkmalen basiert. Hierauf aufbauend soll in Verbindung mit weiteren unterstützenden Maßnahmen wie zum Beispiel Market-Making ausreichende und vor allem „krisenfeste“ Liquidität an Primär- und Sekundärmarkt generiert werden. Die wesentlichen Elemente des PCS-Konzeptes stellt nachfolgende Übersicht dar. Das Schaubild ist so zu verstehen, dass die Stufen 1 und 2 nacheinander, die Stufe 3 hingegen zeitlich parallel zu den Stufen 1 und 2 in Angriff genommen werden soll.

Idee

³ Angemerkt sei noch, dass es grundsätzlich bei vielen Finanzprodukten Probleme wie divergierende Interessen von Anbietern und Nachfragern sowie Informationsasymmetrien gibt – hier stehen ABS & Co nicht alleine da.

DAS PROJEKT PRIME COLLATERAL SECURITIES IM ÜBERBLICK



Quelle: EFR

Neben „gängigen“ Merkmalen, die mit einer Nach-Krisen-ABS-Variante assoziiert werden, wie Einfachheit von Struktur, erstklassige Portfolioqualität, standardisierte Dokumentation und aussagekräftiges, öffentlich zugängliches Investoren-Reporting werden im Rahmen der PCS auch Produktmerkmale diskutiert, die weit über diesen Rahmen hinaus gehen. Hier sind u.a. feste Laufzeiten für die Anleihen zu erwähnen, die man zum Beispiel durch verbindliche Rückkaufverpflichtungen von Seiten des Originators erreichen könnte. Hierdurch hätte der Investor eine exaktere Kalkulationsgrundlage und das Risiko der Laufzeitverlängerung, das gerade aktuell in einigen Asset-Klassen ein wichtiges Thema darstellt, würde grundsätzlich eliminiert. Andererseits würde durch solche Produktmerkmale der Charakter des Produktes, je nach Ausgestaltung, stärker einem Pfandbrief ähneln, und ein ökonomischer bzw. regulatorischer Risikotransfer vermutlich nicht mehr statt finden. Gleichzeitig würde man natürlich auch das „typische“ Risikoprofil einer Verbriefungstransaktion verwässern, da keine saubere Trennung zwischen Portfolio bzw. dessen Cash Flows und Originator vorgenommen würde. In extremen Szenarien, wie wir sie während der Krise erlebt haben, sollte sich auch eine Rückkaufverpflichtung häufig als wertlos erweisen – es gibt kein Rundum-Sorglos-Paket. Nach unserem Verständnis befinden sich die Diskussionen zu diesem Thema gegenwärtig noch in einem relativ frühen Stadium.

Verbiefung oder Pfandbrief ?

Grundsätzlich ist die Idee des „Gold-Standards“ für Verbriefungen auch nicht neu und wird am deutschen Markt in Form der TSI-Zertifizierung bereits seit mehreren Jahren praktiziert. Von der Dimension her hat die PCS-Initiative natürlich allein auf Grund ihres supranationalen Charakters eine andere Dimension und – mit hoher Wahrscheinlichkeit – auch einen anderen strukturellen Effekt auf den Gesamtmarkt, in dem Sinne, dass grenzüberschreitend ein neues Marktsegment eingeführt würde, dass zudem wie gesagt unter Umständen hybride Produkte im Übergangsbereich

Marktsegmentierung und ihre Folgen

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

von Verbriefung und Pfandbrief beherbergt. Die Frage, die sich stellt, ist zwangsläufig, wie sich diese Segmentierung auf die „alten“ Produkte auswirkt. Es wird auch die Idee diskutiert, mehrere Abstufungen des Gold-Standards zu implementieren, wodurch die Marktsegmentierung bzw. die Übergänge zwischen den Stufen neu und alt nicht so deutlich ausfallen würden. Wünschenswert wäre aus unserer Sicht, dass von einem Gold-Standard eine Initialzündung bzw. positive Abstrahlwirkungen auf andere Asset-Klassen ausgehen würden – sei es, dass diese mehr oder weniger unverändert zeitverzögert wieder mehr Akzeptanz bei alten bzw. zusätzliches Interesse bei neuen Investorengruppen finden, oder auch darüber, dass eine Konvergenz von Gold-Standard und restlichem Markt statt findet. Im ungünstigsten Fall würde das PCS-Projekt scheitern und überhaupt keine nennenswerte Akzeptanz bei Investoren finden. Deutlich suboptimal wäre auch das Ergebnis, ein neues Marktsegment zu etablieren, hierfür auch alte und neue Investoren begeistern zu können, während nicht oder wenig standardisierte Asset-Klassen, die trotzdem ökonomisch sinnvoll sind und ihre Daseinsberechtigung haben, wie zum Beispiel CMBS, WBS oder aus bestimmten Gründen individuell ausgestaltete Transaktionen anderer Asset-Klassen marginalisiert werden und zu teuer und damit unökonomisch bleiben.

Wir halten es für unwahrscheinlich, dass eine Produktklasse wie PCS, insoweit sie „nur noch“ ein Funding-Instrument darstellt, „klassische“ Verbriefungen verdrängen würde. Eine abgestufte Segmentierung, die differenziert Qualität, Liquidität und Rendite-Risikoprofile reflektiert und in der Folge auch ebenso differenziert verschiedene Investorengruppen anspricht würde dem Verbriefungsmarkt sehr helfen. Letztlich ist es für eine Wiederbelebung erforderlich, neue Investorengruppen, vor allem aus dem AAA-Lager zu gewinnen, und ihnen ABS als Alternative und Ergänzung zu Produkten wie Covered Bonds und Staatsanleihen nahe zu bringen.⁴

Unsere Einschätzung

Wir haben an dieser Stelle die aktuelle Lage bzw. den vor uns liegenden Weg bis zu einer „Normalisierung“ der Marktverhältnisse nur kurz anreißen können, werden das Thema jedoch bis zum Ende des Jahres noch unter verschiedenen Blickwinkeln im Rahmen ausführlicherer Studien einer Serie „ABS 2.0“ beleuchten.

Fortsetzung folgt

Frank Cerveny (+49-69-7447-3818)

⁴ Man sollte als Investor bei allen Vorteilen der Segmentierung und Standardisierung nicht den Fehler begehen bzw. wiederholen, die Verantwortung „auszulagern“ - nunmehr nicht auf die Rating-Agenturen, sondern auf eine wie auch immer geartete Instanz, welche einen Qualitäts-Standard definiert.

NEWS – TICKER

S&P veröffentlicht finale CDO Ratingkriterien und beginnt Ratingüberprüfung

Nachdem die Ratingagentur Standard & Poor's im März diesen Jahres in einem „Request for Comment“ (RFC) neue Ratingkriterien für Corporate CDOs vorgeschlagen hatte, hüllte sie sich anschließend über mehrere Monate in Schweigen. Die geänderten Kriterien sollten am CDO Markt gegenüber den bisherigen Anpassungen der Ratingmodelle der Agenturen Moody's und Fitch die bis dato größten und einschneidendsten Veränderungen mit sich bringen. In dem RFC wurden die Marktteilnehmer zu Kommentaren bezüglich der geplanten, neuen CDO Kriterien aufgefordert. Die Vielzahl der Rückmeldungen jedoch dürfte selbst S&P überrascht haben. Aufgrund der erwarteten drastischen Einschnitte für den CDO Markt ging eine Flut an Kommentaren und Änderungsvorschlägen bei der Agentur ein.

Am 17. September folgte schließlich die bereits seit langem erwartete Antwort von S&P. Die Agentur veröffentlichte ihre überarbeiteten finalen Ratingkriterien für Corporate CDOs, die nunmehr für alle ausstehenden sowie für neu emittierte Transaktionen zum Einsatz kommen werden. Zeitgleich hat S&P die Ratings von 3.076 US-amerikanischen sowie von 1.626 europäischen CDO Tranchen von insgesamt 1.580 Transaktionen auf „Watch negative“ gesetzt. Dies entspricht einem Nominalvolumen von etwa USD 570,53 Mrd. und kommt nahezu allen von S&P gerateten Corporate CDOs des US-amerikanischen und europäischen Marktes gleich. Ausgenommen wurden lediglich Tranchen mit sehr kurzer Restlaufzeit.

Auf die im RFC vorgeschlagenen neuen Ratingkriterien für Corporate CDOs sind wir bereits ausführlich in unserem Flash „Alles neu macht... die Krise“ vom 09. Juni 2009 eingegangen. Am grundlegenden Kern ihres Änderungsvorschlags und somit an der Neu-Kalibrierung des CDO-Modells hält S&P trotz vieler Kritiken fest. Die Agentur legt für die Tranchen-Ratings AAA und BBB gewisse Zielgrößen der Ausfallrate für ein gut diversifiziertes „Master-Portfolio“ fest, denen eine CDO-Tranche auf der jeweiligen Ratingstufe ohne Kapitalverlust standhalten muss. Diese „Target Default Rates“ hat die Agentur speziell für ein AAA Tranchen-Rating noch geringfügig adjustiert. Aus diesen Zielgrößen kalibrierte S&P nun die Modellparameter wie Ausfallwahrscheinlichkeiten der Portfoliotitel, Ausfall-Korrelationen und Recovery-Daten.

Bei der im RFC vorgeschlagenen neuen „Notching“-Methode für einzelne Referenztitel rudert die Agentur hingegen zurück

und schließt sich somit nicht der aktuellen Vorgehensweise von Moody's und Fitch an. Referenztitel, deren Ratings auf der Prüfliste für eine mögliche Herabstufung stehen, werden künftig weiterhin um lediglich einen Notch und nicht – wie im RFC vorgeschlagen – um zwei Notches herabgesetzt.

Die größten Abweichungen der finalen Ratingkriterien gegenüber dem RFC liegen einerseits in den stark reduzierten Recovery-Annahmen – für deutsche Referenztitel werden beispielsweise bei einem Tranchen-Zielrating von AAA lediglich Recovery-Quoten von 16% (senior unsecured) angesetzt – sowie andererseits in den „outside-the-default-model“-Tests. Diese werden als zusätzliche qualitative Ratingkriterien eingesetzt, sollen vor allem Klumpenrisiken erkennen und werden mittlerweile unter dem Begriff „Supplemental Tests“ geführt. Anstatt wie im RFC den Totalausfall mehrerer Titel – z.B. alle Titel desselben Industriesektors – zu simulieren, wird nunmehr je nach Test eine konstante Recovery für alle Titel von 5% bzw. 17% angesetzt. Der „Largest Obligor Default Test“ wurde dahingehend geändert, dass nunmehr eine CDO Tranche den Ausfall mehrerer Referenztitel standhalten muss, wobei die betreffenden Referenztitel nicht mehr nur über ihr Titelvolumen, sondern vielmehr auch über ihre Ratings definiert werden.

Recovery-Annahmen für Corporates (senior unsecured)

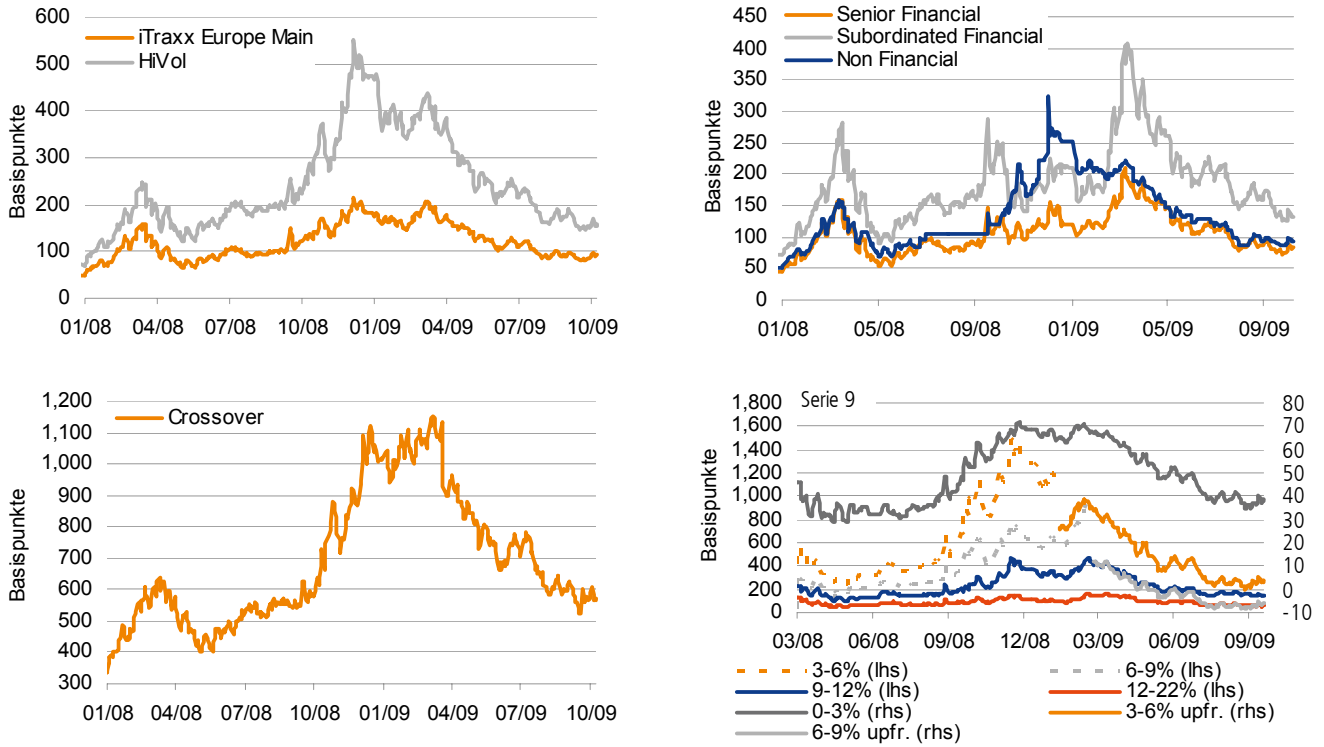
	Tranchen-Zielrating					
	AAA	AA	A	BBB	BB	B/CCC
Deutschland, USA	16	18	21	24	27	29
Großbritannien	18	20	23	26	29	31
Frankreich, Italien	13	16	18	21	23	25
Russland	10	12	14	16	18	20

S&P wird im Verlauf der nächsten sechs Monate die Ratings aller ausstehenden Tranchen überprüfen und diese gemäß den nun aktuellen Ratingkriterien bewerten. Zu erwarten sind drastische Herabstufungen um mehrere Notches, wobei tendenziell die Downgrades für aktuell noch mit AAA oder AA eingestufte Tranchen weitaus schwerwiegender ausfallen dürften als für Tranchen in den unteren Ratingkategorien. So erwartete die Agentur auf Basis der RFC-Kriterien beispielsweise eine durchschnittliche Herabstufung der AAA Tranchen um etwa 6 Notches. Auswirkungen der zusätzlich eingeführten „Supplemental Tests“ wurden dabei noch nicht berücksichtigt. Ähnlich schwerwiegend dürften sich die nun finalen Ratingkriterien auf den CDO Markt auswirken.

¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

ITRAXX AUF EINEN BLICK

ITRAXX: EUROPE „ON THE RUN“ INDIZES – 5 JAHRE, MIT SUBINDIZES UND STANDARDISIERTEN TRANCHEN



Quelle: Bloomberg

0-3%, 3-6% und 6-9%-Tranche : angegebener Prozentwert upfront, zusätzlich 500 Basispunkte p.a.

ITRAXX SERIE 12 (UND ÜBERGANGSWEISE SERIE 9 UND 11) – 5 JAHRE: AKTUELLE SPREADS (BASISPUNKTE) SOWIE VERÄNDERUNG

Indexbezeichnung	Anzahl Credits	Serie 11					Serie 12					
		Last Price	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate	Last Price	S11 - S10	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate
Europe	125	91.4	-1.2	9.6	-0.5	-31.9	91.8	0.4	-0.5	10.0	N/A	N/A
HiVol	30	153.4	-3.1	9.4	-18.7	-81.1	155.2	1.8	-3.9	8.2	N/A	N/A
Crossover	50	485.1	-19.9	8.5	-109.1	485.1	568.8	83.6	-21.3	3.3	N/A	N/A
Non-Financials	100	93.5	1.0	3.9	-2.8	-25.0	92.4	-1.1	0.9	5.1	N/A	N/A
Financials Senior	25	82.2	2.2	12.0	-6.0	-34.0	83.6	1.5	1.7	11.3	N/A	N/A
Financials Subordinated	25	125.5	-3.3	7.8	-39.2	-85.7	131.8	6.2	-3.9	6.9	N/A	N/A

Tranche		Serie 9				
		Last Price	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate
0-3%	% Upf. +500 Bp p.a.	38.1	-0.3	2.8	-2.1	-11.2
3-6%	% Upf. +500 Bp p.a.	2.9	-1.1	0.9	-1.0	-9.6
6-9%	% Upf. +500 Bp p.a.	-6.3	0.0	1.3	0.6	-5.4
9-12%	Basispunkte p.a.	147.7	-4.2	7.9	-20.3	-66.5
12-22%	Basispunkte p.a.	60.2	-1.3	3.7	-7.6	-36.2

Quelle: Bloomberg,

0-3%, 3-6% und 6-9%-Tranche : angegebener Prozentwert upfront, zusätzlich 500 Basispunkte p.a.

ABS MARKT AUF EINEN BLICK

Asset-Klasse	Spread-Level AAA (indikativ)	Tendenz	Spread-Level BBB (indikativ)	Tendenz
RMBS				
Deutschland	n.a.		n.a.	
Spanien	300-500	↘	n.a.	
Italien	140-200	↘	n.a.	
Niederlande	140-190	↘	n.a.	
UK Prime	130-160	↘	n.a.	
UK Non-Conforming	700-1100	↘	n.a.	
CMBS	750-1100	↘		
ABS				
Consumer-ABS	300-470	↘	n.a.	
Lease-ABS	100-300	↘	n.a.	
CDO				
SME CLO (SP – D)	n.a.		n.a.	
High Yield (Leveraged Loan) CLO	n.a.		n.a.	
Investment Grade CBO/CSO	n.a.		n.a.	
CDO auf ABS/CDO	n.a.		n.a.	

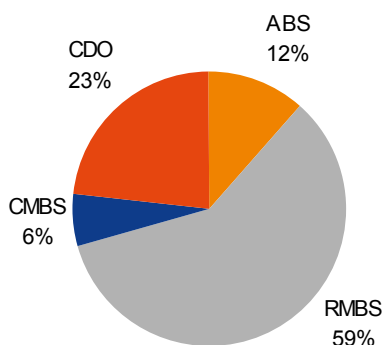
Quelle: DZ BANK; Tendenz berücksichtigt Entwicklung der vergangenen 14 Tage und ist zu verstehen als Spreadveränderung (Einengung bzw. Ausweitung)

Händlerkommentar:

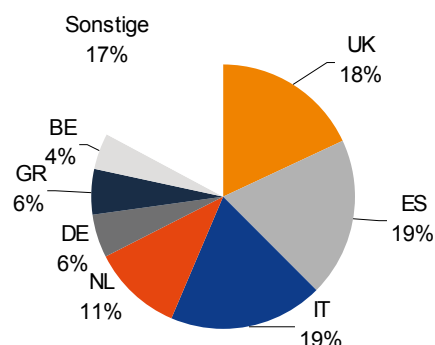
» Mezzanine Tranchen der UK RMBS Granite haben sich in dieser Woche eingengt. BBB Papiere, die vor einigen Monaten bei unter 10% angeboten wurden befinden sich nun im Bereich 25% zu 27%. Zuvor sind schon die AAA's im Kurs auf 86% auf der Geldseite angestiegen. Auch die Nachfrage nach "guten" CMBS Transaktionen im AAA Segment hat wieder leicht zugenommen. Auf den derzeitigen Niveaus kursieren wieder mehr Offerlisten im Markt; einige Banken haben auch ihr bis dato zurückhaltend geführtes ABS Geschäft wieder zum Leben erweckt. Die Liquidität nimmt leicht zu.

DZ ABS Trading: Christopher Schumann (Tel. 069/7447-90105)
 Christiane Lorenscheit (Tel. 069/7447-7862)
 Lucia Kraus (Tel. 069/7447-90402)

ANTEIL DER ASSETKLASSEN 2009 Y-T-D



ANTEIL DER LÄNDER 2009 Y-T-D



Quelle: DZ BANK

AKTUELLE PIPELINE

Keine relevanten Transaktionen in der Pipeline.

NEUEMISSIONEN

Transaktion	Assetklasse	Land	Originator	Volumen (Mio.)	Mrd. Euro
ABS					
E-Carat	Auto ABS	DE	GMAC Bank GmbH	EUR 403,1	0,40
Emilro Collection	Sonstige ABS	IT	Emilia Romaga Factor SpA	EUR 100,0	0,10
European Collateralised Lease 2	Auto ABS	DE	GMAC Leasing GmbH	EUR 518,8	0,52
FCT Oneycord	Credit Card ABS	FR	Banque Accord	EUR 542,0	0,54
Free Mobility No. 5	Auto ABS	DE	FFS Bank	EUR 424,8	0,42
Globaldrive 2009-C	Auto ABS	DE	FCE Bank	EUR 507,0	0,51
Misthosis Funding	Lease ABS	GR	The Bank of Cyprus Group	EUR 689,4	0,69
Red & Black Consumer Italy	Auto ABS	IT	Fiditalia	EUR 1.928,0	1,93
Santander Financiacion 4	Consumer ABS	ES	Santander	EUR 1.695,0	1,70
SC Germany Consumer 09-1	Consumer ABS	DE	Santander Consumer Bank	EUR 1.000,0	1,00
Sunrise Srl	Consumer ABS	IT	Agos SpA	EUR 2.500,0	2,50
VCL 11	Auto ABS	DE	VW Leasing	EUR 519,1	0,52
MBS					
Goldfish Master Issuer 2009-IV	RMBS	NL	Fortis	EUR 160,0	0,16
Hipocat 19	RMBS	ES	Caixa Catalunya	EUR 750,0	0,75
Permanent Master Issuer 2009-1	RMBS	UK	HBOS	GBP 4.000,0	4,35
CDO					
Foncaixa FTGENCAT 7	SME CLO	ES	La Caixa	EUR 1.000,0	1,00
Summe					17,09

ABS

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	FCT Oneycord	A	EUR	373,5	n/a	1mE	75	NR	AAA	NR
Bloomberg	tbd	B	EUR	168,6	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR
Assetklasse	Credit Card ABS									
Land	Frankreich									
Originator	Banque Accord									
Volumen	EUR 542,0 Mio.									
Pricing	15.09.2009									

- Pool aus 474.787 Kreditkartenkonten mit einem durchschnittlichen Kreditlimit von 5.788 EUR

- WA Seasoning 7,37 Jahre

- 3-jährige Substitutionsphase

Transaktion	European Collateralised Lease 2	A	EUR	292,4	0,79	3%	n/a	NR	AAA	NR
Bloomberg	ECLAT 2009-2	B	EUR	113,7	n/a	6%	n/a	NR	NR	NR
Assetklasse	Auto ABS	C	EUR	112,7	n/a	7%	n/a	NR	NR	NR
Land	Deutschland									
Originator	GMAC Leasing GmbH									
Volumen	EUR 518,8 Mio.									
Pricing	18.09.2009									

- Pool aus 46.863 Leasingforderungen

- WA Seasoning 26,6 Monate

- 99,9% Neufahrzeuge; 0,1% Gebrauchtwagen

Transaktion	E-CARAT S.A.	A	EUR	362,7	n/a	3,5%	n/a	NR	AAA	NR
Bloomberg	ECAR 2009-1	B	EUR	30,4	n/a	1mE	650	NR	NR	NR
Assetklasse	Auto ABS	C	EUR	10,0	n/a	1mE	850	NR	NR	NR
Land	Deutschland									
Originator	GMAC Bank GmbH									
Volumen	EUR 403,1 Mio.									
Pricing	21.09.2009									

- Pool aus 36.186 Darlehen, davon 34.976 für Neuwagen und 1.210 für Gebrauchtfahrzeuge

Transaktion	Mithosis Funding	A	EUR	363,9	3,66	3mE	20	Aaa	NR	NR
Bloomberg	MISTO 2009-1	B	EUR	274,4	n/a	3mE	100	NR	NR	NR
Assetklasse	Lease ABS	C	EUR	51,1	n/a	3mE	125	NR	NR	NR
Land	Griechenland									
Originator	The Bank of Cyprus Group									
Volumen	EUR 689,4 Mio.									
Pricing	21.09.2009									

- Pool aus 10.031 Leasingverträgen mit 5.167 Schuldnern

- Wertmäßige Verteilung: Industriefahrzeuge 5,44%; sonstige Fahrzeuge 18,04%; Maschinen 9,26%; Immobilien 67,26%

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Santander Financiacion 4	A	EUR	1.113,8	0,95	3mE	50	Aaa	NR	NR
Bloomberg	SANFI 2009-4	B	EUR	75,0	2,42	3mE	70	Aa2	NR	NR
Assetklasse	Consumer ABS	C	EUR	75,0	2,76	3mE	100	A2	NR	NR
Land	Spanien	D	EUR	60,0	3,15	3mE	200	Baa2	NR	NR
Originator	Santander	E	EUR	176,2	3,72	3mE	300	B3	NR	NR
Volumen	EUR 1.695,0	F	EUR	195,0	4,05	3mE	65	C	NR	NR
Pricing	24.09.2009									

- Pool aus 175.433 Darlehen an 169.818 Kreditnehmer
- WA Seasoning 1,2 Jahre
- Geographische Verteilung: 19% Madrid; 17% Andalusien; 11% Katalonien
- 13% Reservekonto; 2,75% garantierter Excess Spread

Transaktion	VCL 11	A	EUR	500,0	1,38	1mE	110	NR	AAA	AAA
Bloomberg	VCL 11	B	EUR	19,1	1,8	1mE	250	NR	A+	A+
Assetklasse	Auto ABS									
Land	Deutschland									
Originator	Volkswagen Leasing									
Volumen	EUR 519,1 Mio.									
Pricing	24.09.2009									

- Pool aus 35.704 Leasingkontrakten mit einem durchschnittlichen Volumen von 14.004 EUR
- Seasoning 2,7 Monate
- Neufahrzeuge 94,7%; Gebrauchtwagen 6,3%
- Barreserve 1,2%; Overcollateralisation 1%; Subordination 4%

Transaktion	Free Mobility No. 5	A	EUR	376,0	1,46	n/a	n/a	Aaa	NR	NR
Bloomberg	FREEM 5	B	EUR	27,6	3,79	n/a	n/a	A1	NR	NR
Assetklasse	Auto ABS	C	EUR	21,3	3,83	n/a	n/a	NR	NR	NR
Land	Deutschland									
Originator	FFS Bank									
Volumen	EUR 424,8 Mio.									
Pricing	25.09.2009									

- Nähere Einzelheiten zum Portfolio liegen uns nicht vor.

Transaktion	Globaldrive 2009-C	A	EUR	467,4	2,2	1mE	235	Aaa	AAA	NR
Bloomberg	GLDR 2009-C	B	EUR	20,3	3,81	n/a	n/a	A1	A	NR
Assetklasse	Auto ABS	C	EUR	19,8	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR
Land	Deutschland									
Originator	FCE Bank									
Volumen	EUR 507,0 Mio.									
Pricing	25.09.2009									

- Nähere Einzelheiten zum Portfolio liegen uns nicht vor.

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	SC Germany Consumer 09-1	A	EUR	850,0	1,14	1mE	110	Aaa	NR	NR
Bloomberg	SCGC 2009-1	B	EUR	150,0	3,47	1mE	160	A2	NR	NR
Assetklasse	Consumer ABS									
Land	Deutschland									
Originator	Santander Consumer Bank									
Volumen	EUR 1.000,0 Mio.									
Pricing	25.09.2009									

- Statischer Pool aus 129.188 Kreditverträgen mit einem durchschnittlichen Volumen von 7.741 EUR
- WA Seasoning 8 Monate; durchschnittliche Restlaufzeit 61 Monate
- Geografische Verteilung: NRW 21,67%; Niedersachsen 8,96%; Bayern 9,69%, Sachsen 5,72%, Sachsen-Anhalt 4,50%;

Transaktion	Emilro Collection Services SpA	A1	EUR	25,0	n/a	3mE*	20	NR	AAA	NR
Bloomberg	tbd	A2	EUR	25,0	n/a	3mE*	20	NR	AAA	NR
Assetklasse	Sonstige ABS									
Land	Italien									
Originator	Emilia Romaga Factor SpA									
Volumen	EUR 100,0 Mio.									
Pricing	28.09.2009									

- Pool aus 49.335 Factoring-Forderungen gegenüber 3.083 Schuldnern mit einem durchschnittlichen Betrag von 33.717 EUR
- Durchschnittliche Fälligkeit in 74 Tagen
- Top-10 Schuldner: 19,61%
- * Der Coupon beträgt 1,45% bis zum Januar 2011; danach 3mE + 20 bp

Transaktion	Red & Black Consumer Italy Srl	A	EUR	1.555,0	2,64	3mE	54	Aaa	AAA	NR
Bloomberg	RNBI 2009-1	B	EUR	373,35	n/a	4%	n/a	NR	NR	NR
Assetklasse	Auto ABS									
Land	Italien									
Originator	Fiditalia									
Volumen	EUR 1.928,0 Mio.									
Pricing	06.10.2009									

- Gesamtpool von 245.395 Darlehen aus Sub-Portfolien mit einem durchschnittlichen Kreditbetrag von 7.858 EUR
- WA Seasoning 18,33 Monate
- 73,76% Neufahrzeuge; 26,24% Gebrauchtwagen
- Geografische Verteilung: 43,39% Norditalien; 26,49% Mittelitalien; 30,12% Süditalien

Transaktion	Sunrise Srl	A	EUR	1912,5	n/a	3mE	n/a	NR	AAA	NR
Bloomberg	tbd	J	EUR	637,4	n/a	3mE	n/a	NR	NR	NR
Assetklasse	Consumer ABS									
Land	Italien									
Originator	Agos SpA									
Volumen	EUR 2.500,0									
Pricing	07.10.2009									

- Gemischter Pool aus fünf Sub-Portfolios für Neufahrzeugkredite, Gebrauchtwagenfinanzierungen, persönliche Darlehen, Möbelfinanzierungen und sonstige Darlehen.

Quelle: DZ BANK

RMBS & CMBS

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Permanent Master Issuer 2009-1	A1	GBP	1.650,0	5	3mL	170	Aaa	AAA	AAA
Bloomberg	PERMM 2009-1	A2	GBP	1.650,0	5	3mL	170	Aaa	AAA	AAA
Assetklasse	RMBS	A3	EUR	750,0	5	3mE	170	Aaa	AAA	AAA
Land	Großbritannien									
Originator	HBOS									
Volumen	GBP 4.000 Mio.									
Pricing	23.09.2009									

- Gesamtportfolio des Trusts: Hypotheken im Volumen von 43,24 Mrd. GBP für 513.619 Darlehen; WA LTV 67,83%; WA Seasoning 47 Monate

Transaktion	Hipocat 19	A	EUR	525,0	1,99	1mE	30	Aaa	NR	NR
Bloomberg	HIPO HIPO-19	B	EUR	225,0	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR
Assetklasse	RMBS									
Land	Spanien									
Originator	Caixa Catalunya									
Volumen	EUR 750 Mio.									
Pricing	24.09.2009									

- Pool aus 6.836 variabel verzinslichen Hypotheken

- 67,6% Konzentration in Katalonien

- WA LTV 70,6%

Transaktion	Goldfish Master Issuer 2009-IV	A	EUR	160,0	3,17	3mE	55	NR	NR	AAA
Bloomberg	GFISH 2009-4									
Assetklasse	RMBS									
Land	Niederlande									
Originator	Fortis									
Volumen	EUR 160,0 Mio.									
Pricing	28.09.2009									

- Die Hypotheken des Pool sind über eine Garantie der staatlichen NHG abgesichert.

Quelle: DZ BANK

CDO

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Foncaixa FTGENCAT 7	AS	EUR	174,0	1,56	3mE	50	Aaa	NR	NR
Bloomberg	FONFT 7	AG	EUR	696,0	4,14	3mE	30	Aaa	NR	NR
Assetklasse	SME CLO	B	EUR	25,0	9,07	3mE	125	A3	NR	NR
Land	Spanien	C	EUR	105,0	9,78	3mE	175	Baa3	NR	NR
Originator	La Caixa									
Volumen	EUR 1.000,0									
Pricing	28.09.2009									

- Pool aus 12.944 Darlehen und 18.210 Kreditlinienziehungen; davon insgesamt 64% besichert
- Die Klasse AG verfügt über eine Garantie der „Generalitat de Catalunya“
- WA Seasoning 2 Jahre
- garantierter Excess Spread von 75 Basispunkten

Quelle: DZ BANK

AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
06.10.2009	ABF FINANCE 2004	B	Fitch	Upgrade	AA+	AAA
ABS	Italien ABF 2004					
06.10.2009	FTA SANTANDER CONSUMER SPAIN 2008-1	D	Fitch	Downgrade	BB	B+
ABS	Spanien SANCF 2008-1	E	Fitch	Downgrade	CCC	CC
02.10.2009	ARES FINANCE 1	F	Fitch	Downgrade	B+	B
ABS	Italien ARESF 1					
02.10.2009	FTA SANTANDER CONSUMER SPAIN 2007-2	A	S&P	Watch negative	AAA	AAA/ Watch negative
ABS	Spanien SANCF 2007-2	B	S&P	Watch negative	A	A/ Watch negative
		C	S&P	Watch negative	BBB	BBB/ Watch negative
		D	S&P	Downgrade	BB	B/ Watch negative
30.09.2009	BBVA AUTOS FONDO DE TITULIZACION DE ACTIVOS 2	C	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BBB+
ABS	Spanien BBVAA 2					
30.09.2009	BBVA FINANZIA AUTOS FTA 2007-1	A	S&P	Watch negative	AAA	AAA/ Watch negative
ABS	Spanien BBVAF 2007-1	C	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	BB/ Watch negative
29.09.2009	WISE 2006-1	B	S&P	Downgrade	B-	CCC+
ABS	Großbritannien WISE 2006-1	C	S&P	Downgrade	CCC+	CCC
23.09.2009	FTA SANTANDER CONSUMER SPAIN 2007-1	B	Fitch	Downgrade	A	A-
ABS	Spanien SANCF 2007-1	C	Fitch	Downgrade	BBB	BB
23.09.2009	FTA SANTANDER CONSUMER SPAIN 2007-2	A	Moody's	Downgrade	Aa1/ Watch negative	Baa3
ABS	Spanien SANCF 2007-2	B	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Caa1
		C	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	Ca
		D	Moody's	Downgrade	B3/ Watch negative	C
		E	Moody's	Downgrade	Caa3/ Watch negative	C
08.10.2009	ECLIPSE 2007-2	A	Fitch	Downgrade	AAA	A
CMBS	Diverse ECLIP 2007-2X	B	Fitch	Downgrade	AA	BB
		C	Fitch	Downgrade	A	CCC
		D	Fitch	Downgrade	BBB	CC
		E	Fitch	Downgrade	BB	CC
08.10.2009	EUROPEAN LOAN CONDUIT 23	A	Fitch	Downgrade	AAA	AA+
CMBS	Diverse EURO 23X	B	Fitch	Downgrade	AAA	AA
		C	Fitch	Downgrade	AA+	A
		D	Fitch	Downgrade	AA-	BBB
		E	Fitch	Downgrade	BBB+	B
		F	Fitch	Downgrade	BBB+	CCC
08.10.2009	OPERA CMH	B	Fitch	Downgrade	AA	A
CMBS	Irland OPERA CMH	C	Fitch	Downgrade	A	BBB-
		D	Fitch	Downgrade	BBB	B

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
08.10.2009	TITAN EUROPE 2007-CT1	A2	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa3
CMBS	Diverse	B	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Baa3
	TITN 2007-CT1X	C	Moody's	Downgrade	Aa1/ Watch negative	Ba3
		D	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	B3
06.10.2009	ECLIPSE 2007-2	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Baa3
CMBS	Diverse	B	Moody's	Downgrade	Aa3/ Watch negative	B3
	ECLIP 2007-2X					
06.10.2009	WINDERMERE CMBS XII-X	A	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A
CMBS	Frankreich	B	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BBB
	WINDM XII-X	C	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	BB
		D	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	B+
		E	S&P	Downgrade	BB-/ Watch negative	B
		F	S&P	Downgrade	B/ Watch negative	B-
		G	S&P	Downgrade	B/ Watch negative	B-
05.10.2009	EUROPEAN PROPERTY CAPITAL 3	A	Fitch	Downgrade	AAA	AA
CMBS	Diverse	B	Fitch	Downgrade	AA+	A
	EPC 3	C	Fitch	Downgrade	A+	BB
		D	Fitch	Downgrade	BBB	B
02.10.2009	EUROSAIL 2006-2	B1A	S&P	Affirmation	AA+/ Watch negative	AA+
RMBS	Großbritannien	C1A	S&P	Downgrade	A+/ Watch negative	A
	ESAIL 2006-2X	C1C	S&P	Downgrade	A+/ Watch negative	A
		D1A	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	BB-
		D1C	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	BB-
		E1C	S&P	Downgrade	B/ Watch negative	B-
02.10.2009	FLEET STREET FINANCE 3	A1	Fitch	Downgrade	AAA	A
CMBS	Diverse	A2	Fitch	Downgrade	AA	BB
	FLTST 3	B	Fitch	Downgrade	A	B
02.10.2009	FOREST FINANCE 1	B	Fitch	Downgrade	AA	A
CMBS	Österreich	C	Fitch	Downgrade	A	BBB
	FORES 1					
02.10.2009	RMAC 2004-NSP4	M2	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	A+
RMBS	Großbritannien					
	RMAC 2004-NSP4					
02.10.2009	RMAC 2005-NS4	B1A	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	BB+
RMBS	Großbritannien					
	RMAC 2005-NS4X					
02.10.2009	TAURUS CMBS 2006-3	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa2
CMBS	Diverse					
	TAURS 2006-3					
01.10.2009	F-E MORTGAGES 1	B	S&P	Upgrade	AA-	AA
RMBS	Italien					
	FEMO 1					
01.10.2009	RIVOLI PAN EUROPE 2006-1	B	Fitch	Downgrade	AA	A
CMBS	Diverse	C	Fitch	Downgrade	A	BB
	RIVOL 2006-1					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
30.09.2009	BUSINESS MORTGAGE FINANCE 6	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa1
CMBS	Großbritannien	B	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	B3
	BUMF 6	M	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Ba1
30.09.2009	BUSINESS MORTGAGE FINANCE 7	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa1
CMBS	Großbritannien	B	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	B2
	BUMF 7X	M	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Baa3
30.09.2009	ECLIPSE 2005-3	A	Moody's	Downgrade	Aaa	A1
CMBS	Deutschland	B	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	Baa2
	ECLIP 2005-3	C	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Ba3
		D	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	B3
30.09.2009	TITAN EUROPE 2006-3	A	Moody's	Downgrade	Aaa	Aa1
CMBS	Diverse	B	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Ba2
	TITN 2006-3X	C	Moody's	Downgrade	Aa3/ Watch negative	B2
		D	Moody's	Downgrade	Baa1/ Watch negative	Caa2
		E	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	Ca
		F	Moody's	Downgrade	Ba2/ Watch negative	C
29.09.2009	AZOR MORTGAGES 1	B	S&P	Upgrade	A/ Watch positive	AA-
RMBS	Portugal	C	S&P	Affirmation	BBB/ Watch positive	BBB
	AZOR 1					
28.09.2009	ECLIPSE 2006-3	A	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	BBB-
CMBS	Großbritannien	B	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	BB+
	ECLIP 2006-3	C	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	BB-
		D	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	B
		E	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	B-
28.09.2009	FARRINGDON MORTGAGES 1	B1A	Fitch	Upgrade	BBB	A
RMBS	Großbritannien	B1A	S&P	Upgrade	BBB	BBB+
	ROOF 1	M2A	Fitch	Upgrade	A	AA
28.09.2009	FARRINGDON MORTGAGES 2	B2A	Fitch	Downgrade	BB	B
RMBS	Großbritannien	M2A	Fitch	Upgrade	A	AA
	ROOF 2	M2A	S&P	Upgrade	A	A+
25.09.2009	EUROPEAN PROPERTY CAPITAL 3	A	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
CMBS	Diverse	B	Moody's	Affirmation	Aa2/ Watch negative	Aa2
	EPC 3	C	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Baa1
		D	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	B1
25.09.2009	MESDAG DELT	A	Fitch	Downgrade	AAA	A
CMBS	Niederlande	B	Fitch	Downgrade	AA	BBB-
	MESDG DELT	C	Fitch	Downgrade	A	B
		D	Fitch	Downgrade	BBB	CCC
		E	Fitch	Downgrade	BBB-	CCC
25.09.2009	TITAN EUROPE 2006-2	A	Fitch	Downgrade	AAA	BBB+
CMBS	Deutschland	B	Fitch	Downgrade	AAA	BB
	TITN 2006-2X	C	Fitch	Downgrade	AA	B
		D	Fitch	Downgrade	AA	CCC
		E	Fitch	Downgrade	A	CC
		F	Fitch	Downgrade	BBB	CC
		G	Fitch	Downgrade	BBB-	CC
		H	Fitch	Downgrade	BB	CC
		J	Fitch	Downgrade	B	CC

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
24.09.2009	GREAT HALL MORTGAGES 2007-1	A2	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
RMBS	Großbritannien	B	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	Aa3
	GHM 2007-1	C	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Baa3
		D	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	B2
		E	Moody's	Downgrade	Ba2/ Watch negative	Ca
24.09.2009	GREAT HALL MORTGAGES 2007-2	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa1
RMBS	Großbritannien	B	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	A3
	GHM 2007-2X	C	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Ba2
		D	Moody's	Downgrade	Baa2/ Watch negative	Caa2
		E	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	Ca
24.09.2009	MARLIN (EMC-II) 1	B	Fitch	Upgrade	AA-	AAA
CMBS	Diverse	C	Fitch	Upgrade	A	AAA
	MARL 1	D	Fitch	Upgrade	BBB	AA
24.09.2009	OPERA CSC3	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa2
CMBS	Großbritannien					
	OPERA CSC3					
23.09.2009	CAJA LABORAL FTA 2006-1	A	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
RMBS	Spanien	B	Moody's	Affirmation	Aa2/ Watch negative	Aa2
	CLAB 2006-1	C	Moody's	Affirmation	A1/ Watch negative	A1
		D	Moody's	Affirmation	Baa3/ Watch negative	Baa3
		E	Moody's	Affirmation	Ca/ Watch negative	Ca
23.09.2009	TITULIZACION DE ACTIVOS 25	A	S&P	Watch negative	AAA	AAA/ Watch negative
RMBS	Spanien	B	S&P	Downgrade	B	CCC
	TDA 25	C	S&P	Downgrade	CCC	D
22.09.2009	EUROPEAN LOAN CONDUIT 22	A2	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa3
CMBS	Diverse					
	EURO 22X					
21.09.2009	WILCO 2007-1	B	Fitch	Downgrade	AA	BBB
CMBS	Diverse					
	WILCO 2007-1					
18.09.2009	DECO 2005-E1	D	Moody's	Affirmation	Aa3/ Watch negative	Aa3
CMBS	Diverse	E	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	A3
	DECO 2005-E1X	F	Moody's	Downgrade	Ba2/ Watch negative	B2
18.09.2009	EUROPEAN LOAN CONDUIT 29	A	S&P	Downgrade	AAA	A
CMBS	Diverse	B	S&P	Downgrade	AA	BB
	EURO 29X	C	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	B
18.09.2009	KILDARE SECURITIES 2007-1	C	Moody's	Downgrade	A3	Baa2
RMBS	Irland	D	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	Ba3
	KDRE 2007-1					
07.10.2009	ALPSTAR CLO 1	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa2
CLO	Irland	B	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	Baa3
	ALPST 1	C	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	Ba3
		D	Moody's	Downgrade	Ba3/ Watch negative	Caa1
		E	Moody's	Downgrade	B3/ Watch negative	Caa3
		P	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Ba3

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
07.10.2009	REGENT'S PARK CDO 1	A	Moody's	Downgrade	Aaa	Aa1
CDO	Diverse	B1	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	A2
	REGP 1X	B2	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	A2
		C	Moody's	Affirmation	Ba1/ Watch negative	Ba1
		D	Moody's	Downgrade	B1/ Watch negative	B2
		E	Moody's	Downgrade	Caa1/ Watch negative	Caa2
		P	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Ba1
		Q	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	WR
		R	Moody's	Downgrade	Baa1/ Watch negative	Ba1
		T	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	WR
		W	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	B2
02.10.2009	ALZETTE EUROPEAN CLO 2004-1	B	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	Aa3
CLO	Diverse					
	ALZET 2004-1X					
02.10.2009	DONCASTER GOLD 2008-1	A	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
CSO	Großbritannien	B	Moody's	Affirmation	Aa3/ Watch negative	Aa3
	DGOLD 2008-1	C	Moody's	Downgrade	A3	Baa1
		D	Moody's	Downgrade	Baa2	Baa3
01.10.2009	FORCE LP 2007-1	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa1/ Watch negative
CLO	Deutschland	B	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	A1/ Watch negative
	FORC 2007-1	C	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Baa2/ Watch negative
		D	Moody's	Downgrade	Baa1/ Watch negative	Ba1/ Watch negative
		E	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	B1/ Watch negative
01.10.2009	MADRID ACTIVOS CORPORATIVOS 2008-1	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa1/ Watch negative
CLO	Diverse	B	Moody's	Downgrade	Aa3/ Watch negative	A3/ Watch negative
	MADAC 2008-1	C	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	Ba1/ Watch negative
		D	Moody's	Downgrade	Baa2/ Watch negative	B2/ Watch negative
		E	Moody's	Downgrade	Ba3/ Watch negative	Caa3
30.09.2009	GARANTI DIVERSIFIED PAYMENT RIGHTS FINANCE 2006-A	1	S&P	Downgrade	BBB	BBB-
CDO	Türkei					
	GARAT 2006-A					
30.09.2009	LIGHTPOINT PAN-EUROPEAN CLO 2006-1	B	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	A1
CLO	Diverse	C	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch negative	Baa3
	LIGHP 2006-1X	D	Moody's	Affirmation	B1/ Watch negative	B1
		E	Moody's	Downgrade	Caa1/ Watch negative	Caa2
29.09.2009	EUROCREDIT CDO V-A	A3	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa2
CDO	Diverse	B	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	A3
	EUROC V-A	C	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	Ba1
		D	Moody's	Affirmation	B1/ Watch negative	B1
		E	Moody's	Affirmation	Caa1/ Watch negative	Caa1
		V	Moody's	Downgrade	Baa2/ Watch negative	B1
29.09.2009	EUROCREDIT CDO V-X	A3	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa2
CDO	Diverse	B	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	A3
	EUROC V-X	C	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	Ba1
		D	Moody's	Affirmation	B1/ Watch negative	B1
		E	Moody's	Affirmation	Caa1/ Watch negative	Caa1
		V	Moody's	Downgrade	Baa2/ Watch negative	B1

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
29.09.2009	FORCE LP 2005-1	B	Moody's	Downgrade	Aa1/ Watch negative	Aa3/ Watch negative
CLO	Deutschland	C	Moody's	Downgrade	Aa3/ Watch negative	A3/ Watch negative
	FORC 2005-1	D	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Baa3/ Watch negative
29.09.2009	LOMBARD STREET CLO 2006-1	A	Moody's	Downgrade	Aaa	Aa2
CLO	Irland	B	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	Baa1
	LOMBS 2006-1X	C	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	Ba1
		D	Moody's	Affirmation	B1/ Watch negative	B1
		E	Moody's	Downgrade	Caa1/ Watch negative	Caa3
		T	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Ba2
		W	Moody's	Downgrade	Baa1/ Watch negative	Ba3
		B	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	A3
		C	Moody's	Affirmation	Ba1/ Watch negative	Ba1
		D	Moody's	Affirmation	B2/ Watch negative	B2
		E	Moody's	Affirmation	Caa3/ Watch negative	Caa3
		W	Moody's	Downgrade	Baa1/ Watch negative	Ba3
21.09.2009	METRIX FUNDING 1	A	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
CLO	Großbritannien	B	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	A1
	METRX 1X	C	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Baa2
		D	Moody's	Downgrade	Baa2/ Watch negative	B1
		E	Moody's	Downgrade	Ba2/ Watch negative	Caa2
21.09.2009	F-E PERSONAL LOANS SEC 1	A	Moody's	Downgrade	Aaa	WR
CLO	Italien	B	Moody's	Downgrade	Aa2	WR
	F-EPL 1					
18.09.2009	EUROCREDIT CDO VIII-A	A	Moody's	Downgrade	Aaa	Aa1
CDO	Diverse	B	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	Baa1
	EUROC VIII-A	C	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	Ba2
		D	Moody's	Downgrade	B1/ Watch negative	Caa1
		E	Moody's	Downgrade	Caa1/ Watch negative	Ca
18.09.2009	F-E PERSONAL LOANS SEC 1	A	S&P	Upgrade	NR	AAA
CLO	Italien	B	S&P	Upgrade	NR	AA
	F-EPL 1					

Quelle: Ratingagenturen

IMPRESSUM

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Thomas Ullrich, Frank Westhoff
Verantwortlich: Klaus Holschuh, Leiter Research und Volkswirtschaft
Verantwortlich: Dr. Jan Holthusen, Leiter Fixed Income Research, Tel.: +49 (0)69 7447 6163, E-Mail: jan.holthusen@dzbank.de
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2009
Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGESEHENER AKTUALISIERUNGEN–BOND ANALYSES ("CORPORATE BONDS AND EUROBONDS OF EMERGING MARKETS")

Die DZ BANK führt Listen von bestimmten Emittenten, die Anleihen begeben und für die Empfehlungen ("Masterlisten für Corporates und für Emerging Markets" veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten sind unter anderem die Handelbarkeit und gute Marktliquidität von Anleihen dieser Emittenten. Hierbei liegt es allein im Ermessen der DZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf der Masterliste vorzunehmen. Für die auf der Masterliste aufgeführten Unternehmen und Länder wird mindestens quartalsweise ein Kurzkomentar bzw. eine zusammenfassende Bewertung (Empfehlungsübersicht) erstellt. Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Masterliste aufgeführten Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany

VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main, Germany

VERGÜTUNG DER ANALYSTEN

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

DIE NACHFOLGENDEN ERLÄUTERUNGEN (1-6) BEZIEHEN SICH AUF DIE ANGEGEBENEN HOCHZIFFERN IN DER FINANZANALYSE.

Die DZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit

- Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 5) halten Aktien des analysierten Emittenten im Handelsbestand.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Weitere Informationen und Pflichtangaben zu Finanzanalysen finden Sie unter www.dzbank.de

DISCLAIMER

1. a) Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank AG, Frankfurt am Main, Deutschland ("DZ BANK") erstellt und von der DZ BANK für die Verteilung in Deutschland und solchen Orten, die nachstehend genannt sind, genehmigt. Die Analysten, die dieses Dokument verfasst haben, sind bei der DZ BANK angestellt.

b) Unsere Empfehlungen stellen keine 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. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach besten Kräften erstellte Beurteilung der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments wieder und können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Dokument darf in allen Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin beziehungsweise Wertpapiere 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.

c) Dieses Dokument wurde Ihnen lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, an andere Personen weiter verteilt oder veröffentlicht werden.

d) Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend geben die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren übernimmt die DZ BANK keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in dieser Studie erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

e) Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlageberatung dar. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.

f) Die DZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der DZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung

dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

g) Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamttrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Wertpapieren oder Futures von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

2. Spezifische Angaben für die Vereinigten Staaten von Amerika und Kanada:

Dieses Research-Dokument wird US-amerikanischen Investoren durch die DZ BANK gemäß Vorschrift 15a-6 des *Securities and Exchange Act of 1934* zur Verfügung gestellt. Es wird ausschließlich an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6 verteilt und ist ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei der in den Vereinigten Staaten als Händler und Makler registrierten Tochtergesellschaft der DZ BANK platziert werden. Sie erreichen die DZ Financial Markets LLC in der 609 Fifth Avenue, New York, NY 10017, 121-745-1600. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von Analysten verfasst, für die möglicherweise keine Vorschriften über die Erstellung von Analysen und die Unabhängigkeit von Research-Analysten galten, die den Vorschriften entsprechen, die in den Vereinigten Staaten gelten. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind diejenigen der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können ohne Mitteilung geändert werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der DZ BANK aus Quellen zusammengestellt, die als zuverlässig eingeschätzt wurden; es übernimmt jedoch weder die DZ BANK noch ihre Tochtergesellschaften noch irgendeine andere Person ausdrücklich oder stillschweigend irgendwelche Garantien oder Gewährleistungen bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieses Dokuments. Im Anwendungsbereich der bundesrechtlichen Rechtsvorschriften der Vereinigten Staaten von Amerika (USA) oder dem Recht der Einzelstaaten der USA geht der vorstehende Garantie-, Haftungs- und Gewährleistungsausschluss der Klausel zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1 d) vor. Die in diesem Dokument analysierten Wertpapiere/ADRS sind entweder an einer US-amerikanischen Börse notiert bzw. werden am US-amerikanischen Over-the-Counter-Markt oder ausschließlich am Devisenmarkt gehandelt. Diejenigen Wertpapiere, die nicht in den USA registriert sind, dürfen nicht innerhalb der USA oder US-amerikanischen Personen angeboten oder innerhalb der USA oder an US-amerikanische Personen verkauft werden (im Sinne von *Regulation S* und gemäß *Securities Act of 1933* (das „Wertpapiergesetz“), es sei denn, es liegt eine Ausnahme entsprechend des Wertpapiergesetzes vor. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar und weder dieses Dokument noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitigen Verpflichtung irgendeiner Art. Darüber hinaus ist es nicht zulässig, sich im Zusammenhang mit irgendeinem Vertrag oder einer anderweitigen Verpflichtung auf dieses Dokument oder irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile zu stützen.

In Kanada darf dieses Dokument nur an die dort gebietsansässigen Personen verteilt werden, die, befreit von der Prospektspflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen, berechtigt sind, Abschlüsse im Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.

3.a) **Spezifische Angaben für Großbritannien:** Die DZ BANK unterliegt hinsichtlich ihrer Verhaltens- und Organisationspflichten der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Soweit allerdings dieses Dokument in Großbritannien verteilt wird, darf es nur an berechnete Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (Professional Clients) entsprechend der Definition dieser

Begriffe in den FSA (Financial Services Authority) Regularien verteilt und an diese gerichtet sein (diese Personen werden folgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Keine anderen als die relevanten Personen sollen auf der Grundlage dieses Dokuments handeln oder darauf vertrauen. Jede Investitionen oder Investmentaktivität, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur relevanten Personen zur Verfügung und nur relevante Personen können diese Investitionen tätigen.

b) Die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder ihre jeweiligen Tochtergesellschaften schließen ausdrücklich alle Bedingungen, Garantien, Gewährleistungen und Bestimmungen (gleich, ob sie auf Gesetz, *Common Law* oder auf anderer Grundlage beruhen) jeglicher Art aus, gleichgültig, ob sie sich auf die Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Information oder der in diesem Dokument vertretenen Meinungen oder Sonstiges beziehen. Ferner übernimmt die DZ BANK keinerlei Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste jeglicher Art, gleichgültig, ob sie aus einer Vertragsverletzung, unerlaubter Handlung (inklusive Fahrlässigkeit), Verletzung einer gesetzlichen Pflicht, Freistellung oder sonstigen Tatbeständen herrühren, welche durch die Veröffentlichung und/oder Nutzung dieses Dokuments entstanden sind. Mit keiner Angabe in diesem Disclaimer ist beabsichtigt, die Haftung für (i) Betrug, (ii) den Tod oder körperliche Verletzungen aufgrund von Fahrlässigkeit, (iii) Verletzung von Bedingungen mit Bezug auf Ansprüche gemäß Abschnitt 2 *Sale of Goods Act 1979* und/oder Abschnitt 2 *Supply of Goods and Services Act 1982*, oder (iv) in Bezug auf Tatbestände, bei denen die Haftung kraft Gesetzes nicht begrenzt oder aufgehoben werden darf, ganz oder teilweise auszuschließen. Im Anwendungsbereich der in England geltenden Rechtsvorschriften geht diese Ziffer 3 b) den Bestimmungen zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1d) vor.

4. **Spezifische Angaben für Italien:** Dieses Dokument darf in Italien nur an Personen weitergeleitet werden, die in Artikel 2 (1) (e) der Richtlinie 2003/71/EG definiert sind („Qualifizierte Anleger“). Andere Personen als Qualifizierte Anleger sollten die Informationen in diesem Dokument weder lesen, noch danach handeln oder sich darauf verlassen. Jegliche Handlungen, die in diesem Dokument genannt werden, werden nur mit oder für Qualifizierte Anleger vorgenommen.

5.a) **Hinweis:** Sämtliche Kursziele, die für die in dieser Studie analysierten Unternehmen angegeben werden, können auf Grund verschiedener Risikofaktoren, einschließlich, jedoch nicht ausschließlich, Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Maßnahmen des Unternehmens, Wirtschaftslage, Nichterfüllung von Ertrags- und/oder Umsatzprognosen, Nichtverfügbarkeit von vollständigen und genauen Informationen und/oder ein später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen der DZ BANK bzw. sonstiger Quellen, auf welche sich die DZ BANK in diesem Dokument stützt, auswirkt, möglicherweise nicht erreicht werden.

b) Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.

c) Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung des Research Reports. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Emittentin informieren.

d) Indem Sie dieses Dokument nutzen oder sich gleich in welcher Weise darauf verlassen, akzeptieren Sie die vorstehenden Beschränkungen als für Sie verbindlich. Zusätzliche Informationen über den Inhalt dieser Studie erhalten Sie auf Anfrage.

e) Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

FIXED INCOME RESEARCH: VERÄNDERTE ANLAGEURTEILE DER LETZTEN 12 MONATE

AAREAL BANK AG	09.07.2009	Marketperformer	ENEL S.p.A.	12.11.2008	Marketperformer	REPUBLIC OF COLOMBIA	16.09.2009	Marketperformer
AAREAL BANK AG	15.01.2009	Underperformer	ERSTE GROUP BANK AG	09.07.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF CROATIA	11.03.2009	Underperformer
ACHMEA HYPOTHEKBANK NV	15.01.2009	Underperformer	ERSTE GROUP BANK AG	15.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF CROATIA	26.11.2008	Marketperformer
AHOLD NV (KONINKLIJKE-)	19.11.2008	Marketperformer	EUROHYPO AG	09.04.2009	Underperformer	REPUBLIC OF FINLAND	06.11.2008	Marketperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	06.08.2009	Marketperformer	EUROHYPO AG	07.04.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF HUNGARY	24.07.2009	Outperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	15.01.2009	Underperformer	EUROHYPO AG	15.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF HUNGARY	15.10.2008	Underperformer
ARCELOR MITTAL S.A.	11.02.2009	Underperformer	EWE AG	07.05.2009	Underperformer	REPUBLIC OF IRELAND	08.10.2009	Outperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	09.07.2009	Marketperformer	EWE AG	19.11.2008	Marketperformer	REPUBLIC OF IRELAND	29.01.2009	Underperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	28.04.2009	Underperformer	FEDERAL REP OF GERMANY	06.11.2008	Outperformer	REPUBLIC OF IRELAND	06.11.2008	Marketperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	15.01.2009	Marketperformer	FRENCH REPUBLIC	07.05.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF SLOVENIA	06.11.2008	Marketperformer
BANCO ESPIRITO SANTO	15.01.2009	Marketperformer	FRENCH REPUBLIC	06.11.2008	Outperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	26.11.2008	Underperformer
BANCO POPULAR ESPANOL	09.07.2009	Marketperformer	GDF SUEZ S.A.	05.05.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF TURKEY	11.03.2009	Underperformer
BANCO POPULAR ESPANOL	15.01.2009	Underperformer	GOLDMAN SACHS GROUP INC	15.01.2009	Marketperformer	ROCHE HOLDING AG	24.07.2009	Marketperformer
BANCO SANTANDER SA	15.01.2009	Marketperformer	HELLENIC REPUBLIC	08.10.2009	Underperformer	RWE AG	30.07.2009	Marketperformer
BANK OF AMERICA CORP	09.07.2009	Marketperformer	HELLENIC REPUBLIC	08.06.2009	Underperformer	RWE AG	13.11.2008	Outperformer
BANK OF AMERICA CORP	15.01.2009	Underperformer	HELLENIC REPUBLIC	06.11.2008	Marketperformer	SANOFI-AVENTIS S.A.	29.04.2009	Outperformer
BASF SE	31.10.2008	Underperformer	HENKEL KGAA	14.11.2008	Underperformer	SNS BANK NEDERLAND	09.07.2009	Outperformer
BAYERISCHE LANDESBANK	09.07.2009	Underperformer	HSH NORDBANK AG	15.01.2009	Underperformer	SNS BANK NEDERLAND	15.01.2009	Marketperformer
BAYERISCHE LANDESBANK	15.01.2009	Marketperformer	HYP REAL ESTATE HLDG AG	03.06.2009	Marketperformer	SUEDZUCKER AG	30.04.2009	Outperformer
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	06.10.2009	Outperformer	HYP REAL ESTATE HLDG AG	15.01.2009	Underperformer	TELECOM ITALIA S.P.A.	01.10.2009	Outperformer
BERLIN-HANNOVER HYPBK AG	15.01.2009	Marketperformer	IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG	09.07.2009	Underperformer	TELECOM ITALIA S.P.A.	11.05.2009	Marketperformer
BERTELSMANN AG	31.08.2009	Marketperformer	IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG	15.01.2009	Marketperformer	TELECOM ITALIA S.P.A.	06.11.2008	Underperformer
BERTELSMANN AG	12.05.2009	Underperformer	IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	27.11.2008	Marketperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	25.05.2009	Underperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	19.02.2009	Underperformer	INTESA SANPAOLO SPA	06.07.2009	Underperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	26.02.2009	Marketperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	09.12.2008	Marketperformer	JPMORGAN CHASE & CO	09.07.2009	Marketperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	19.11.2008	Outperformer
CAISSE CENTRALE DESJARDINS DU QUEBEC	09.07.2009	Marketperformer	JPMORGAN CHASE & CO	15.01.2009	Underperformer	TELIASONERA AB	01.10.2009	Marketperformer
CAISSE CENTRALE DESJARDINS DU QUEBEC	15.01.2009	Outperformer	KINGDOM OF BELGIUM	08.10.2009	Marketperformer	TELIASONERA AB	19.11.2008	Outperformer
CAISSE CENTRALE DU CREDIT IMMOBILIER DE FRANCE	09.07.2009	Underperformer	KINGDOM OF BELGIUM	02.07.2009	Outperformer	THYSSENKRUPP AG	13.02.2009	Underperformer
CAISSE CENTRALE DU CREDIT IMMOBILIER DE FRANCE	15.01.2009	Marketperformer	KINGDOM OF BELGIUM	06.11.2008	Marketperformer	TUI AG	02.03.2009	Underperformer
CAIXA ECONOMICA MONTEPIO GERAL	09.07.2009	Marketperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	03.09.2009	Marketperformer	UBS AG	22.01.2009	Marketperformer
CAIXA ECONOMICA MONTEPIO GERAL	15.01.2009	Underperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	29.01.2009	Outperformer	UBS AG	21.01.2009	Underperformer
CARREFOUR SA	18.11.2008	Underperformer	KONINKLIJKE (ROYAL) KPN NV	28.01.2009	Outperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	13.05.2009	Marketperformer
CASINO	15.10.2008	Marketperformer	LAFARGE	21.01.2009	Underperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	10.12.2008	Underperformer
CIE FINANCIERE DU CRED	09.07.2009	Underperformer	LAFARGE	07.11.2008	Marketperformer	UNITED MEXICAN STATES	27.04.2009	Underperformer
CIE FINANCIERE DU CRED	15.01.2009	Marketperformer	LANDESBANK BADEN-WUERTEMBERG	15.01.2009	Underperformer	UNITED MEXICAN STATES	26.11.2008	Outperformer
COMMERZBANK AG	16.01.2009	Marketperformer	LEASEPLAN CORPORATION NV	15.01.2009	Underperformer	VATTENFALL AB	30.07.2009	Marketperformer
CONTINENTAL AG	10.02.2009	Underperformer	LINDE AG (The Linde Group)	05.05.2009	Outperformer	VATTENFALL AB	24.02.2009	Outperformer
CONTINENTAL AG	19.01.2009	Marketperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	09.07.2009	Marketperformer	VATTENFALL AB	15.10.2008	Marketperformer
CONTINENTAL AG	10.11.2008	Underperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	02.03.2009	Underperformer	VOLKSWAGEN AG	17.08.2009	Outperformer
CREDIT AGRICOLE SA	09.07.2009	Underperformer	LVHM S.A.	10.02.2009	Underperformer	VOLKSWAGEN AG	27.10.2008	Marketperformer
CREDIT AGRICOLE SA	16.01.2009	Marketperformer	MEDIOBANCA SPA	09.07.2009	Underperformer			
CREDIT SUISSE	09.07.2009	Marketperformer	MEDIOBANCA SPA	15.01.2009	Marketperformer			
CREDIT SUISSE	24.04.2009	Outperformer	MERCK KGAA	10.12.2008	Underperformer			
CREDIT SUISSE	16.01.2009	Marketperformer	MERRILL LYNCH & CO	18.02.2009	Underperformer			
CZECH REPUBLIC	16.09.2009	Marketperformer	MERRILL LYNCH & CO	09.07.2009	Marketperformer			
DAIMLER AG	27.10.2008	Marketperformer	MORGAN STANLEY	15.01.2009	Underperformer			
DEUTSCHE BAHN AG	20.08.2009	Marketperformer	MORGAN STANLEY	09.04.2009	Underperformer			
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	09.07.2009	Underperformer	MORGAN STANLEY	15.01.2009	Marketperformer			
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	15.01.2009	Marketperformer	OTP BANK PLC	09.07.2009	Marketperformer			
DEUTSCHE LUFTHANSA AG	12.03.2009	Underperformer	OTP BANK PLC	15.01.2009	Underperformer			
DEUTSCHE TELEKOM AG	22.04.2009	Marketperformer	PEUGEOT SA	27.10.2008	Underperformer			
DEUTSCHE TELEKOM AG	07.11.2008	Outperformer	POHJOLA BANK PLC	06.08.2009	Underperformer			
DNB NORBANK ASA	06.05.2009	Marketperformer	POHJOLA BANK PLC	09.07.2009	Marketperformer			
DNB NORBANK ASA	15.01.2009	Outperformer	POHJOLA BANK PLC	07.05.2009	Underperformer			
DUESSELDORFER HYPOBANK	15.01.2009	Underperformer	PORSCHE AG	15.01.2009	Outperformer			
E.ON AG	13.05.2009	Marketperformer	PORSCHE AG	17.08.2009	Outperformer			
EBS BUILDING SOCIETY	10.03.2009	Underperformer	PORSCHE AG	23.07.2009	Marketperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE (E.D.F.)	30.07.2009	Marketperformer	PORSCHE AG	14.05.2009	Underperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE (E.D.F.)	22.01.2009	Outperformer	PORSCHE AG	07.01.2009	Marketperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE (E.D.F.)	14.01.2009	Marketperformer	PORSCHE AG	27.10.2008	Underperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE (E.D.F.)	19.11.2008	Marketperformer	PORTUGAL TELECOM	18.02.2009	Marketperformer			
ENBW	11.05.2009	Underperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	02.07.2009	Outperformer			
ENDESA S.A.	13.03.2009	Marketperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	06.11.2008	Marketperformer			
ENDESA S.A.	22.01.2009	Underperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	26.05.2009	Marketperformer			
ENDESA S.A.	18.12.2008	Marketperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	15.01.2009	Underperformer			
ENEL S.p.A.	17.09.2009	Outperformer	REPSOL YPF SA	30.07.2009	Marketperformer			
ENEL S.p.A.	13.05.2009	Marketperformer	REPSOL YPF SA	17.11.2008	Underperformer			
ENEL S.p.A.	22.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	12.03.2009	Outperformer			
			REPUBLIC OF AUSTRIA	06.11.2008	Underperformer			
			REPUBLIC OF BULGARIA	26.11.2008	Underperformer			

VERANTWORTLICH

Frank Cerveny, CIIA / CEFA	Leiter Research ABS & Structured Credits	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 38 18	frank.cerveny@dzbank.de
----------------------------	--	------------------------------	-------------------------

AUTOR(EN) UND ERSTELLER

Frank Cerveny ,CIIA / CEFA	Leiter Research ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 38 18	frank.cerveny@dzbank.de
Thorsten Lange	Analyst ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 47 60	thorsten.lange@dzbank.de
Ralf Raebel ,EMBA / CIIA	Analyst ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 14 08	ralf.raebel@dzbank.de
Tina Stumpf	Analyst ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 9 96 42	tina.stumpf@dzbank.de

ANSPRECHPARTNER

Capital Markets Deutschland / Österreich	Bereichsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Sales Institutionelle Kunden	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 63 70	NN
	Gruppenleiter Sales Institutionelle Deutschland	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 18 36	Thorsten Göttel
	Gruppenleiter Strukturierte Produkte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 40 07	Jörn Schneider
	Gruppenleiter Institutionelle Banken und Österreich	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Norbert Schäfer
Sales Banken	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Gruppenleiter Nord/Ost	+ 49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Gruppenleiter Bayern	+ 49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Gruppenleiter Mitte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
	Gruppenleiter Zentral	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
Sales Firmenkunden	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Großkunden	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 18 50	Hans-J. Gretscher
	Gruppenleiter Meta und Mittelstand Direktkunden Nord	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 43 54	Klaus Langer
	Gruppenleiter Internationale Kunden, Public Clients	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 69 5	Christian Sauer
	Gruppenleiter Derivate	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiter Meta und Mittelstand Direktkunden Süd	+ 49 – (0)69 – 7447 – 44 26	Evelyne Thiessen
Consulting / Advisory	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
Treasury	Gruppenleiter Liquidität Verbund	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 12 16	Marianne Höhler
Banken Retail Clients	Gruppenleiter Retailsales Nord	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 71 26	Jörg Hartmann
	Gruppenleiter Vertrieb Produktlösungen	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 36 7	Markus Reitmeier
	Gruppenleiterin Handel Zinsprodukte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 68 20	Kirsten Ernst
Capital Markets International Clients	Bereichsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 99 09 9	Frank Scheidig
Sales Europa	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 90 15 1	Marc Brugman
	Gruppenleiter Westeuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 28 39	Marco Kubatzki
	Gruppenleiter Südeuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 34 50	Paola Schmauss-Cortés
	Gruppenleiter Nordeuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Zentralbanken	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 99 39 9	Pavel Jansta
Sales Emerging Markets	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Mittlerer Osten / Nord-Afrika / Türkei	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 50 0	Marc Schoucair
	Gruppenleiter Zentral- und Osteuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 41 0	Christoph Ott
Sales Asien	Abteilungsleiter	+ 65 – 65 80 – 16 28	Mahmood Jumabhoy
	Gruppenleiter Nord- und Südasiens	+ 65 – 65 80 – 16 28	Aik Kiong Yeo
Origination	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 49 97	Arnold Fohler
	Gruppenleiter Financials Deutschland	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 48 00	Jörg Müller
	Gruppenleiter Financials Ausland und Corporates	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai-Henning Poerschke