

ABS & Structured Credits

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Halbzeit 2009

ABS: 2009 setzen sich die meisten Trends des Vorjahres fort – doch es gibt auch Hoffnungsschimmer

- Das Neuemissionsvolumen im ersten Halbjahr 2009 bewegt sich mit 171 Mrd. Euro etwa auf dem Niveau von 2006 und fällt damit spürbar niedriger im Vergleich zu 2007 (-42%) und 2008 (-21%) aus.
- Der Löwenanteil der neuen Transaktionen wurde mit der Zielsetzung, die Anleihen für Repos mit der Zentralbank zu verwenden, einbehalten. Dennoch gelingt immer wieder – beispielsweise mit Tesco Property Finance No. 1 – eine erfolgreiche Platzierung bei Investoren.
- Die Länder- und Assetklassenanteile haben sich merklich verschoben. Die Ursache dafür ist aber nicht etwa eine Neuausrichtung des Marktes, sondern vor allem auf das Ausbleiben von typischerweise RMBS-lastigen britischen Neuemissionen zurückzuführen.
- Die Spreads in den verschiedenen Assetklassen haben sich stärker an der relativen Performance ausgerichtet. Dadurch kam es zu kräftigen Einengungen, insbesondere bei RMBS aus Italien, Großbritannien und den Niederlanden, aber auch zu massiven Ausweitungen, die vor allem CMBS und Non-conforming RMBS betroffen haben.
- Die Anzahl der Ratingaktionen hat sich im Vergleich zu den Vorjahren vervielfacht. Die Ratingagenturen haben in einem bislang nicht gekannten Umfang Herabstufungen und Wachtlisteneinträge vorgenommen. Ursache war neben einer Eintrübung des makroökonomischen Umfeldes oftmals die Verschärfung von Modellparametern.

Structured Credits: Viele Ausfälle und niedrige Recovery Raten

- Die Credit Spreads sind in den ersten drei Monaten angesichts erwarteter hoher Ausfallraten, der Rezession und der Angst vor einem Staatsbankrott in Europa erneut fast auf Rekordniveau gestiegen – um sich im nächsten Quartal – getrieben vom „Prinzip Hoffnung“, aber ohne grundlegende fundamentale Änderung – zu halbieren.
- Die Ausfallrate der Corporates im Speculative-Grade-Bereich ist stark von 1% zur Jahreswende 2007/08 auf knapp über 10% im Juni 2009 gestiegen, während die Recovery Rate mit 13% deutlich hinter dem langjährigen Mittel von 35% zurückgeblieben ist. Dementsprechend ist zugleich auch das Kapitalverlustrisiko von synthetischen Corporate CDOs angestiegen.

Anleihen

Flash
24.7.2009

Inhalt

Asset Backed Securities (ABS)	2
Exkurs: „Sonderfall Deutschland“	
Asset Backed Commercial Paper (ABCP)	10
Structured Credit Markt	11
Anhang 1: ISDA-Auktionen	14
Anhang 2: Publikationsübersicht	15
Impressum	16

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

Asset Backed Securities (ABS)

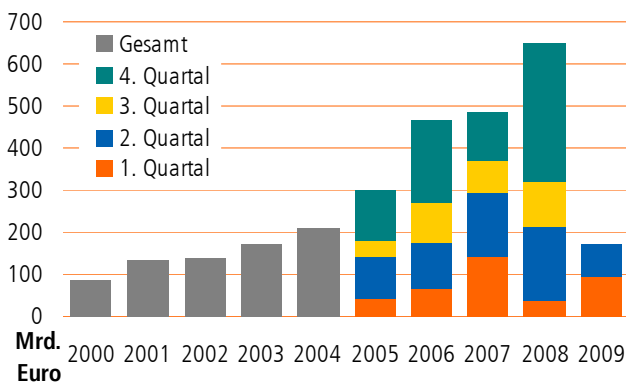
Vor etwa sechs Monaten hatten wir in unserem Rückblick 2008 als „Annus horribilis“ für ABS bezeichnet. Aus heutiger Sicht ist diese Aussage zu relativieren, denn 2009 kommt es noch dicker – wenngleich auch positive Signale zu verzeichnen sind. Zwar macht eine Schwalbe bekanntlich noch keinen Sommer, aber wir sind – und bleiben – vorsichtig optimistisch, dass sich die positiven Tendenzen weiter verfestigen werden.

Als ersten Aspekt unserer Rückschau auf die erste Jahreshälfte betrachten wir das in den beiden folgenden Grafiken dargestellte Neuemissionsvolumen. Die insgesamt 171 Mrd. Euro entsprechen etwa dem Niveau von 2006. Im Vergleich zum bisherigen Rekordjahr 2007 mit fast 300 Mrd. Euro in den ersten sechs Monaten ist das emittierte Volumen damit etwa 42% niedriger ausgefallen. Verglichen mit 2008 errechnet sich ein Rückgang von 21%. Auffällig im Vergleich zu den vergangenen Jahren ist der außerordentlich geringe Wert für den Juni, der sonst eher zu den Monaten mit besonders hoher Emissionsaktivität zählt. Dadurch ist entgegen der üblichen Relation in diesem Jahr das zweite Quartal schwächer als das erste. Mit einer besonderen Marktentwicklung lässt sich dies sicher nicht begründen, denn der eigentliche Primärmarkt – also die tatsächlich bei Investoren platzierten Transaktionen – spielt mit einem Anteil am Emissionsvolumen im unteren einstelligen Prozentbereich ohnehin derzeit nur eine Nebenrolle. Dennoch gelingt es immer wieder, Transaktionen wie zum Beispiel im Juni „Tesco Property Finance No. 1“ erfolgreich bei Investoren zu platzieren. Der zentrale „Absatzkanal“ für ABS sind jedoch Repos mit den Zentralbanken. Also ist die zentrale Einflussgröße für die „Produktionsmenge“ von ABS der jeweilige Bedarf an „Nachschub“ für den Bestand an repofähigem Material.

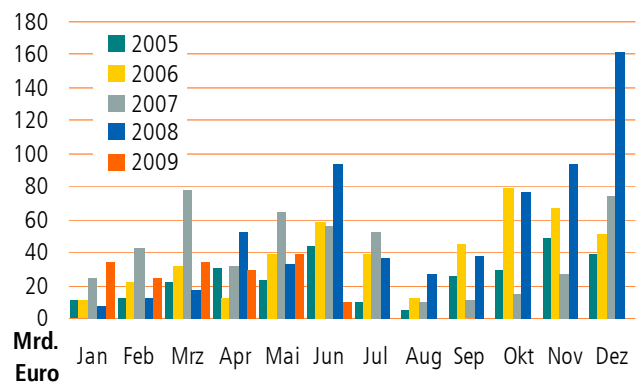
"Can you see the light?"

Neuemissionsvolumen fällt auf den Wert von 2006 zurück

Neuemissionsvolumen seit 2000



Neuemissionsvolumen auf Monatsbasis

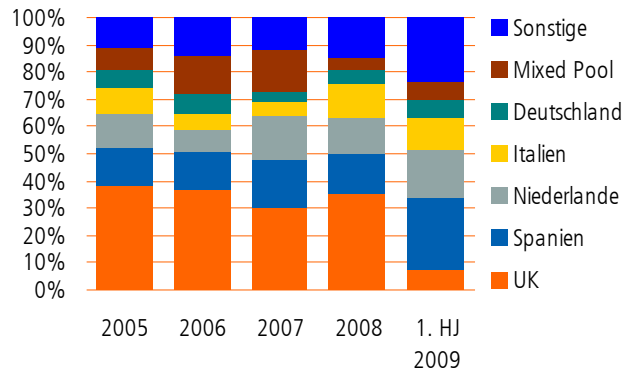
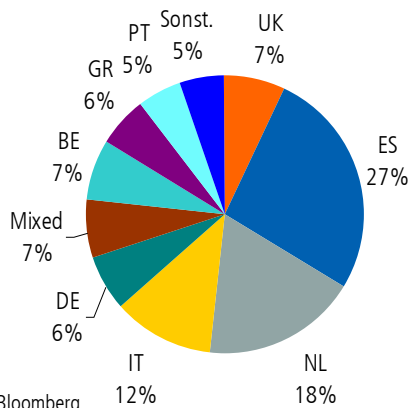


Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Deutlich sichtbar wird die Ursache des Schwunds beim Neuemissionsvolumen anhand der Länderverteilung (siehe umseitige linke Abbildung). Hier ist der Marktanteil von Großbritannien – sonst mit 30% und mehr unangefochtener Marktführer – auf 7% zurückgefallen. Mögliche Ursachen dafür können der hohe Grad der Verstaatlichung britischer Banken oder auch das kürzlich in Kraft gesetzte „2009 Asset-Backed Securities Guarantee Scheme“ sein. Die drei typischerweise in der Verbriefung sehr aktiven Länder Spanien, Niederlande und Italien sind mit gewohnt hohen Anteilen vertreten. Überraschend hoch ist dagegen der Anteil von Belgien – mit ebenfalls 7% gleichauf zu UK – ausgefallen.

Anteil von Großbritannien stark gefallen

Herkunft der verbrieften Assets im ersten Halbjahr 2009 (links) und im Mehrjahresvergleich (rechts)

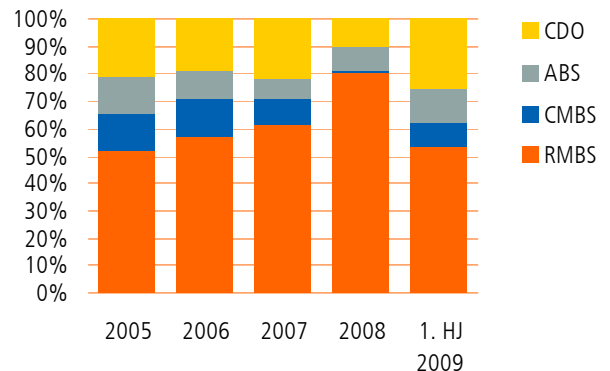
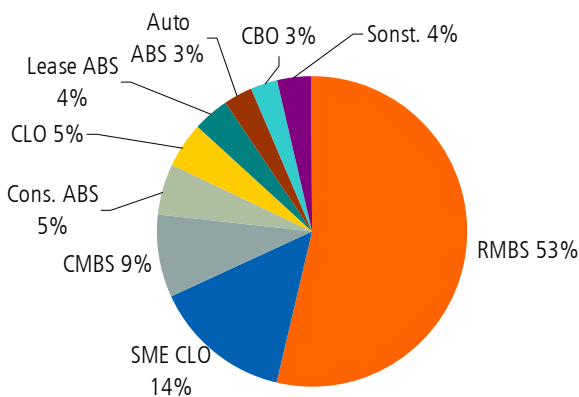


Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Während sich die Anteile der Länder kräftig verschoben haben, ist die Zusammensetzung der Assetklassen nach dem extremen RMBS-Anteil 2008 zur „altbekannteren“ Struktur mit etwa zwei Dritteln an Hypothekenverbriefungen, CDOs im Bereich von 20% und ABS von etwas über 10% zurückgekehrt. Die Ursache dafür ist nicht in einer „Normalisierung“ der Emissionsaktivitäten begründet, sondern lässt sich ebenfalls auf das ausgebliebene und typischerweise RMBS-lastige Volumen aus Großbritannien zurückführen.

Ausgebliebene RMBS aus UK sorgen für eine "Normalisierung" des Assetklassenmixes

Assetklassen im ersten Halbjahr 2009 (links) und im Mehrjahresvergleich (rechts)



Quelle: DZ BANK, Bloomberg

Einhergehend mit der überwiegenden Verbriefungsmotivation „Erzeugung von Repo-Collateral“ im Zuge der Finanzmarktkrise sind zuvor nicht gekannte Größenordnungen von Einzeltransaktionen etabliert worden. Auch im ersten Halbjahr 2009 fällt ein erheblicher Anteil des Gesamtvolumens auf großvolumige Emissionen, die aber bei weitem nicht die Dimensionen von 2008, mit Tranchengrößen von teilweise weit mehr als 10 Mrd. Euro, erreichen. Diese großen Einzeldeals sind auch für die zum Teil erheblichen Verschiebungen bei Ländern und Assetklassen verantwortlich. Der weiter oben bereits angesprochene hohe Anteil von Belgien ist beispielsweise allein auf zwei große RMBS zurückzuführen. Die umseitige Tabelle fasst die bisher zehn größten Transaktionen aus 2009 zusammen. Dabei fällt auf, dass fünf der zehn Transaktionen (Rang 1, 2, 3, 6 und 10) Banken zuzuordnen sind, die im Zusammenhang mit der Mega-Übernahme von ABN AMRO stehen. 2007 wurde das Institut von der Royal Bank of Scotland, Fortis und der – nicht in der Liste enthalten – Banco Santander übernommen.

Trend zu großvolumigen Einzeltransaktionen hält an

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

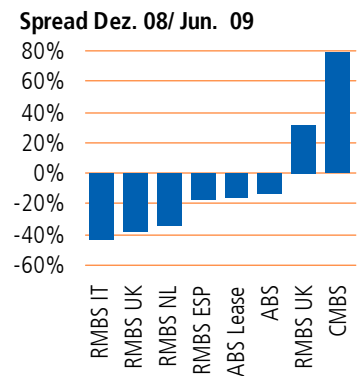
„Top 10“-Transaktionen im ersten Halbjahr 2009, gemessen am Emissionsvolumen

Rang	Transaktion	Bloomberg Ticker	Emissionsdatum	Assetklasse	Land	Originator	Emissionsvol. Mrd. Euro
1	Dolphin Master Issuer 2009-1	DOLPH 2009-1	Mai 09	RMBS	Niederlande	Fortis	11,8
2	Greenock Funding 2009-4	GNOCK 2009-4	Jan 09	RMBS	Großbritannien	Royal Bank of Scotland	7,4
3	European Mortgage Securities VII-6	EMS VII-6	Mrz 09	RMBS	Niederlande	ABN AMRO	7,2
4	Foncaixa Empresas 1	FONCE 2009-1	Mrz 09	SME CLO	Spanien	La Caixa	6,6
5	Home Loan Invest 2009-1	HLI 2009-1	Apr 09	RMBS	Belgien	KBC Bank	6,0
6	Palladium Funding No. 1	PALLD 2009-1	Feb 09	CMBS	Deutschland	Royal Bank of Scotland	5,7
7	Belgian Lion RMBS I	BELGL 2009-1	Jan 09	RMBS	Belgien	ING Belgium	5,3
8	Sol Lion	SLION 2009-1	Mai 09	RMBS	Spanien	ING Direct	4,5
9	Siena Mortgages 2009-6	SIENA 2009-6	Apr 09	RMBS	Italien	BMP5 Banca Monte dei Paschi di Siena	4,4
10	Goldfish Master Issuer 2009-1	GFISH 2009-1	Mai 09	RMBS	Niederlande	Fortis	3,9
Top 10 Insgesamt						36,7%	62,8
106 weitere Transaktionen						63,3%	108,0
Gesamtvolumen						100%	170,8
Durchschnittliches Transaktionsvolumen (116 Transaktionen)							1,47

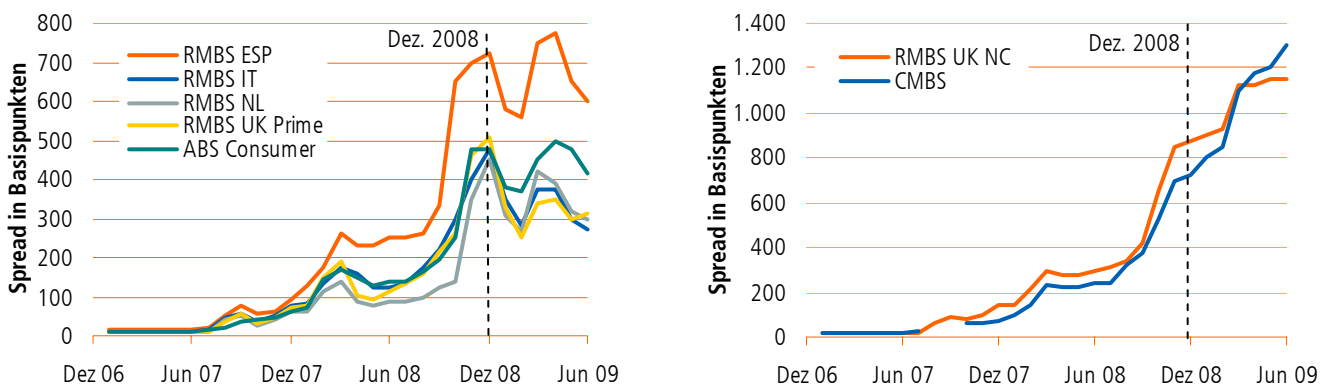
Quelle: DZ BANK; Bloomberg, Ratingagenturen

Hinsichtlich der Spreads – die Genauigkeit der dargestellten Entwicklung leidet allerdings unter niedrigen Handelsumsätzen – hat das Jahr auf sehr hohem Niveau begonnen. Während sich bis Dezember 2008 praktisch alle Assetklassen „im Gleichschritt“ entwickelten, haben sich im bisherigen Verlauf des aktuellen Jahres die Risikoprämien je nach Performance der verbrieften Assets ausgesprochen unterschiedlich entwickelt. Die Grafik in der Randspalte zeigt die relative Veränderung Juni 2009 gegenüber Dezember 2008. Durch das unterschiedliche Ausmaß der Spreadeinengung ist der Spreadabstand auf niedrigerem Marktniveau größer geworden. Am positivsten haben sich RMBS aus Italien, Großbritannien und den Niederlanden entwickelt. „Erstklassige Ware“ aus diesen Ländern kommt der 200er Marke inzwischen wieder sehr nah. Da sich das makroökonomische Umfeld in dieser Zeit weiter verschlechtert hat, deuten wir die Einengung so, dass das Vertrauen bei Investoren in ABS grundsätzlich nach wie vor vorhanden ist. Dabei bewerten Investoren Performanceunterschiede allerdings inzwischen viel stärker. Dementsprechend ist der fallende Spreadtrend bei spanischen RMBS weniger ausgeprägt. Bei den „Sorgenkindern“ CMBS und Non-conforming RMBS sind sogar ganz erhebliche Spreadausweitungen zu verzeichnen.

Spreadentwicklung durch Performanceunterschiede geprägt



Spreadentwicklung verschiedener Assetklassen



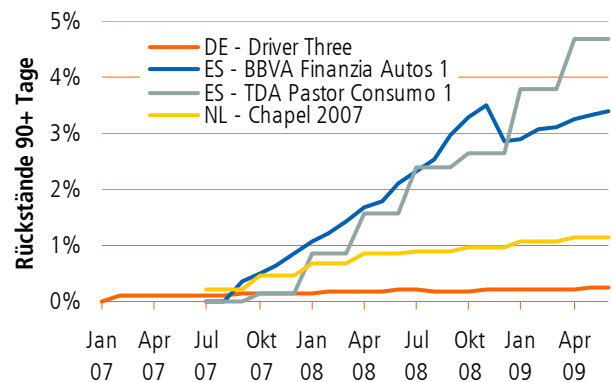
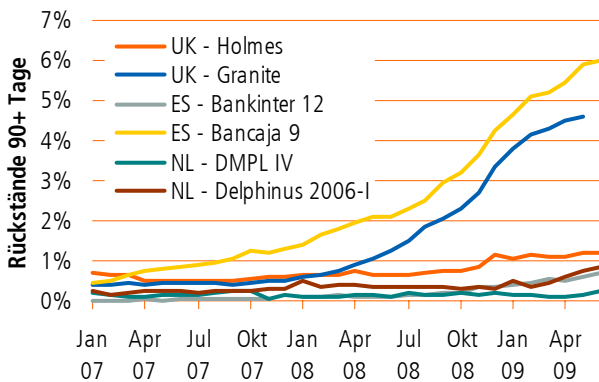
Quelle: DZ BANK

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

Angesichts der noch nicht eingesetzten wirtschaftlichen Erholung hat die Performance insgesamt weiter nachgelassen. Besonders betroffen sind CMBS, die sowohl unter dem starken Wertverfall gewerblicher Objekte als auch unter der nachlassenden Mieterqualität – Darlehensausfälle haben hier deutlich zugenommen – leiden. Ebenfalls stark unter Druck stehen britische Non-conforming RMBS, bei denen die „Rückstände 90+ Tage“ im Durchschnitt inzwischen einen Portfolioanteil von 18% erreichen, und spanische RMBS (Anteil 90+ von 2,2%) mit einem anhaltend starken Anstieg des Rückstandslevels. Doch anstatt diese Aufzählung von Assetklassen mit nachlassender Portfolioperformance fortzusetzen – angesichts des Ausmaßes der Krise ist diese Entwicklung ja auch nicht überraschend – wollen wir einen anderen – positiven – Aspekt hervorheben. Bei einigen Assetklassen muss man schon sehr genau hinsehen, um im Performanceverlauf die Auswirkungen der Rezession zu erkennen. Dies soll anhand einiger ausgewählter RMBS und ABS, die in den beiden folgenden Grafiken dargestellt sind, illustriert werden.

Eine Reihe von Transaktionen zeigt eine erstaunlich gute Performance

Große Unterschiede in der Performance am Beispiel verschiedener RMBS und ABS



Quelle: ABSnet

„Der Käufer soll aufpassen“ – dies ist den verschiedenen Originatoren angesichts der oben dargestellten Performanceunterschiede offensichtlich in sehr unterschiedlicher Ausprägung gelungen. Für Investoren besteht allerdings das Problem, insbesondere in „guten Zeiten“ mit insgesamt günstiger Portfolioperformance die Spreu vom Weizen zu trennen, also Originatoren zu bevorzugen, die im Durchschnitt „bessere Ware“ in Form von relativ gesehen weniger ausfallgefährdeten Forderungen generieren.

Caveat emptor

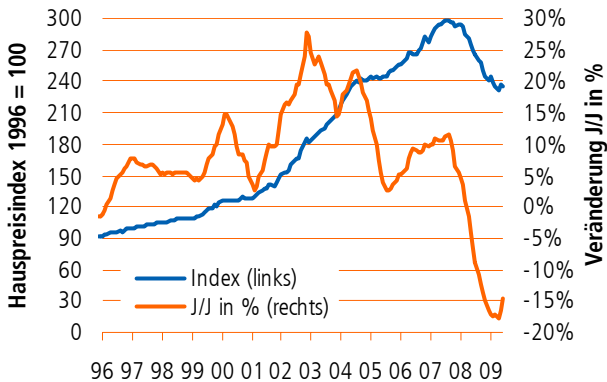
Die Performance bei RMBS leidet anhaltend unter der schwachen Entwicklung der europäischen Immobilienmärkte wie auch unter dem starken Anstieg der Arbeitslosigkeit. Die weitgehend stabile Entwicklung in Deutschland – hier ist aber auch kein kräftiger Preisanstieg vorausgegangen – ist derzeit die Ausnahme. Momentan fallen die Hauspreise in allen Ländern, die für den RMBS-Markt eine größere Rolle spielen. Die Tabelle rechts zeigt für ausgewählte Länder den Zeitpunkt, zu dem der jeweilige Immobilienmarkt das maximale Preisniveau erzielt hat und daneben den Wert, den die Immobilienpreise vom „Peak“ ausgehend bis zum jüngsten verfügbaren Beobachtungspunkt (März 2009 bis Juni 2009) verloren haben. Für die am stärksten betroffenen Länder Großbritannien, Spanien und Irland gehen die Schätzungen überwiegend – dies ist auch konform zu unserer Prognose – von einem gesamten Rückschlagspotenzial (Höchstwert bis Tiefpunkt) von rund 30% aus. Die Abbildungen auf der folgenden Seite zeigen zu diesen Ländern die Immobilienpreisentwicklung und die Veränderungsraten auf jährlicher Basis.

Fallende Hauspreise setzen RMBS-Performance weiter unter Druck

	Hauspreise in Europa	
	Höchstwert	Rückgang um
Großbritannien	Q3 2007	21%
Irland	Q1 2007	21%
Spanien	Q1 2008	8%
Frankreich	Q4 2007	7%
Italien	Q3 2008	4%
Niederlande	Q2 2008	10%

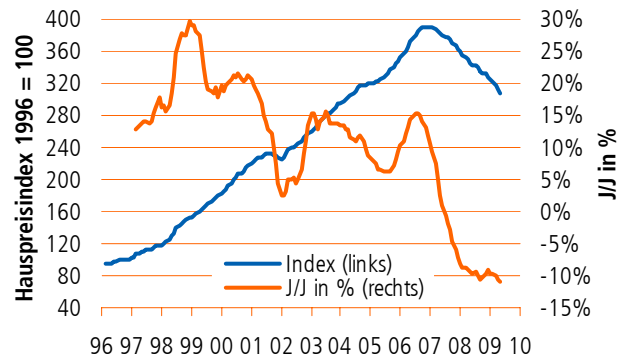
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Großbritannien



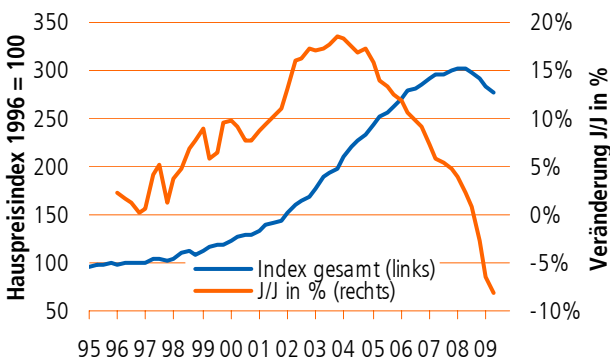
Quelle: Lloyds Banking Group (Halifax House Price Index)

Irland



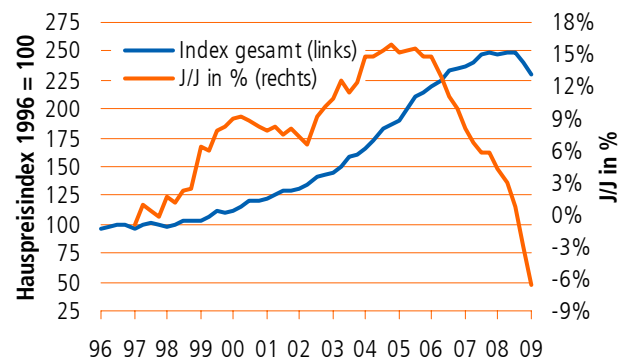
Quelle: permanent tsb

Spanien



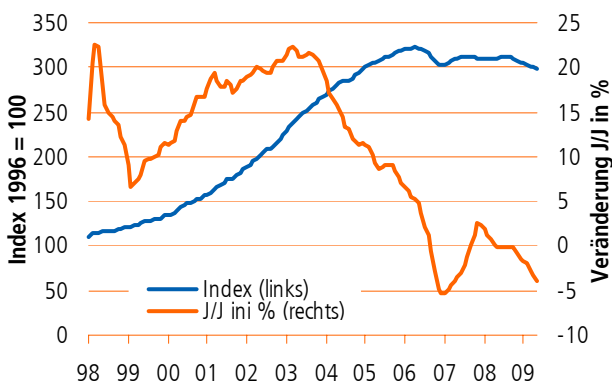
Quelle: Ministerio de Vivienda

Frankreich



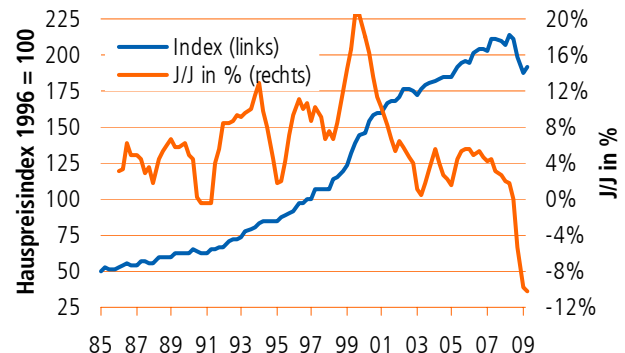
Quelle: INSEE

Italien (Hauspreis- und Mietindex)



Quelle: Scenari Immobiliari Spa

Niederlande



Quelle: NVM

Rating Run

Als abschließenden Aspekt in unserem Halbjahresrückblick betrachten wir nun die Ratingentwicklung der Assetklassen. Da entsprechende Reports der Agenturen in der Regel nur jährlich veröffentlicht werden, haben wir die Ratingaktivitäten aus Bloombergdaten selber ausgezählt. Angesichts der hohen Anzahl einzelnen Aktionen (Upgrade, Downgrade, Watch positive, Watch negative) soll eine gewisse Fehleranfälligkeit dieses Verfahrens aber nicht verschwiegen werden. Eine Qualitätskontrolle ist angesichts der Datenmenge leider nicht durchführbar. Uns geht es aber auch weniger um die einzelne Ratingaktion, sondern vielmehr um die erreichte Dimension der Agenturaktivitäten und um die relativen Unterschiede. Unser Ergebnis ist in der folgenden Tabelle dargestellt.

Ratingaktionen 1. Halbjahr 2009

Asset-klasse	Tranchen 2008	Rating-aktionen	Positiv			Negativ gesamt			Negativ Moody's		Negativ S&P		Negativ Fitch	
			Watch	Upgrade	alle	Watch	Downgrade	alle	Watch	Downgrade	Watch	Downgrade	Watch	Downgrade
ABS	1.750	233	1	24	25	121	87	208	64	23	56	52	1	12
RMBS	4.200	1.471	25	83	108	564	799	1.363	303	240	220	382	41	177
CMBS	1.050	1.343	0	15	15	845	483	1.328	201	109	606	97	38	277
CDO	5.500	6.021	25	62	87	3.243	2.691	5.934	1.998	1.493	1.022	670	223	528
Total	12.500	9.068	51	184	235	4.773	4.060	8.833	2.566	1.865	1.904	1.201	303	994
						Anteil an Watch negative			53,8%		39,9%		6,3%	
						Anteil an Downgrades			45,9%		29,6%		24,5%	

Quelle: Bloomberg, Ratingagenturen

Trotz der Vielzahl der im Laufe des Jahres veröffentlichten Informationen über Downgrades und Watchlisteneinträge überrascht das gesamte Ausmaß an Ratingänderungen der drei Agenturen Moody's, S&P und Fitch mit über 9.000 Einzelaktionen, vor allem angesichts von „nur“ – geschätzten – 12.500¹ in Europa ausstehenden Tranchen. Das Verhältnis relativiert sich zwar dadurch, dass einzelne Tranchen von zwei oder drei Agenturen zugleich herabgestuft bzw. erst auf „Watch“ gesetzt und dann im Rating gesenkt wurden, so dass der Anteil der betroffenen Tranchen deutlich niedriger als der Quotient aus Ratingaktionen zu Tranchenanzahl ausfällt. Aber angesichts der bislang ratingstabilen ABS ist das das Ausmaß in diesem Jahr außerordentlich hoch. Im Vergleich zum Niveau des ersten Halbjahres 2007 weist dieses Jahr etwa die 13-fache Zahl an Ratingaktionen auf. Auch der ohnehin schon hohe Wert des Vorjahres wird noch einmal um gut das Vierfache übertroffen. Neben der Reflexion des eingetrübten fundamentalen Umfeldes spiegelt sich darin auch die zuweilen hektisch und überzogen wirkende Anpassung der Ratingmethoden und -annahmen wieder, die wiederholt zu flächendeckenden Ratingaktionen ganzer Assetklassen geführt haben.

Insgesamt mehr als 9.000 Einzelaktionen

Interessant sind auch die großen Unterschiede zwischen den drei Agenturen. Bei den positiven Ratingaktionen haben wir angesichts ihrer derzeit leider geringen Bedeutung keine Unterteilung vorgenommen. Bei den negativen Ratingaktionen fällt Moody's durch die im Vergleich zu S&P und insbesondere Fitch weitaus höhere Anzahl auf. Auch wenn die Marktanteile der Agenturen insgesamt wie auch die Durchdringung einzelner Assetklassen unterschiedlich ist, lassen sich damit nicht diese eklatanten Unterschiede erklären. Von den „Watch negative“ Einträgen entfallen fast 54% und von den Downgrades 46% auf Moody's. Deutlich geringer sind die Aktivitäten bei S&P und Fitch ausgefallen. Insbesondere fällt dabei die im Vergleich geringere Anzahl der Watchlisteneinträge von Fitch auf.

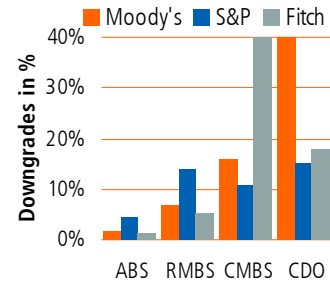
Moody's führt das Feld der negativen Ratingaktionen mit Abstand an

¹ Moody's und S&P geben die von ihnen geratete Tranchenanzahl in Europa Anfang 2008 mit ca. 9.600 bzw. 9.300 an. Aus dem Mittelwert davon und einem geschätzten Marktanteil von jeweils 75% haben wir die gesamte Tranchenanzahl mit rund 12.500 abgeleitet.

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

In der nebenstehenden Grafik haben wir die Anzahl der Downgrades in Relation zur Anzahl der ausstehenden Tranchen in den einzelnen Assetklassen gesetzt. Bei den – zum Teil geschätzten Werten² – zeigen sich ebenfalls große Unterschiede zwischen den Agenturen. Dabei fallen insbesondere die im Vergleich zu den jeweils anderen Agenturen großen Anteile der herunter gestuften Tranchen bei CMBS (Fitch) und CDOs (Moody's) auf. In jeder Assetklasse liegen jeweils zwei Agenturen in etwa gleich auf, während die dritte Agentur ein vielfaches Niveau erreicht. Zusammenfassend betrachtet, sollten die Agenturen aus unserer Sicht nicht versuchen, Fehleinschätzungen aus der Vergangenheit nun dadurch zu kompensieren, dass kaum eine Assetklasse – nicht einmal staatsgarantierte holländische RMBS – vor dem Bannstrahl der Agenturen sicher ist, um sich vor dem möglichen Vorwurf zu schützen, maßgebliche Risiken übersehen zu haben. Wir würden uns hier mehr Augenmaß wünschen.

Keine Einigkeit bei Assetklassen



Was gab es im ersten Halbjahr sonst noch an bemerkenswerten Entwicklungen am Structured Finance Markt?

Sonstige Entwicklungen

- Das Europäische Parlament hat den Vorschlag der Europäischen Kommission zur Erweiterung der „Capital Requirements Directive“ angenommen, der vorsieht, dass zukünftig ein 5-prozentiger Anteil einer Verbriefung vom Originator einbehalten werden muss. Damit soll sichergestellt werden, dass dieser selber auch ein hohes Interesse an einer guten Entwicklung der Transaktion hat, um eine adverse Selektion zu vermeiden.
- Großbritannien hat im April das „Asset-Backed Securities Guarantee Scheme“ realisiert. Durch die Emission staatlich garantierter RMBS-Tranchen soll vor allem die Vergabe von Immobilienkrediten angeregt werden, indem den Hypothekenbanken die Finanzierung über den Kapitalmarkt erleichtert wird. Diese Möglichkeit wird bislang noch nicht genutzt. Es sind noch Detailfragen zu klären bzw. Nachbesserungen vorzunehmen.
- In Deutschland sind vor einigen Tagen die rechtlichen Grundlagen für die Realisierung von Bad Banks für private und öffentliche Banken geschaffen worden.
- Zu den drei obigen Punkten verweisen wir auf unser Special „Bad Bank Boom (BBB)“ vom 15. Juni 2009.
- Eine Reihe von „Tender Offers“ für ausstehende Transaktionen ist durchgeführt worden. Angesichts der niedrigen Kurse von ABS können finanzstarke Originatoren damit hohe Renditen erzielen (siehe unser Flash „Baby come back - GRAND“ vom 27. März 2009).

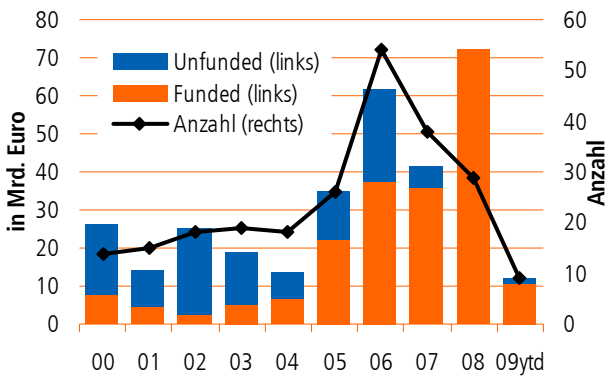
² Während von Moody's und S&P die Anzahl der von ihnen geratete Tranchen veröffentlicht ist, lag uns diese Information für Fitch nicht vor.

Exkurs: „Sonderfall Deutschland“

Die Entwicklung von ABS in Deutschland hat sich deutlich vom europäischen „Mainstream“ unterschieden. Dies wird sichtbar am Schattendasein von RMBS, vielen synthetischen Transaktionen, großvolumigen Multi-Family-CMBS, SME-CLOs sowie zunehmend Auto-ABS. Verantwortlich sind dafür Faktoren wie etwa die Dominanz von Pfandbriefen, der rechtliche Rahmen, Transfers riesiger Wohnungsportfolios an Finanzinvestoren, ein oft unterkapitalisierter Mittelstand oder die Bedeutung des Auto-Sektors. Doch wie sieht es in Zeiten der Finanzmarktkrise aus? Fallen Verbriefungen aus Deutschland weiterhin aus dem Rahmen?

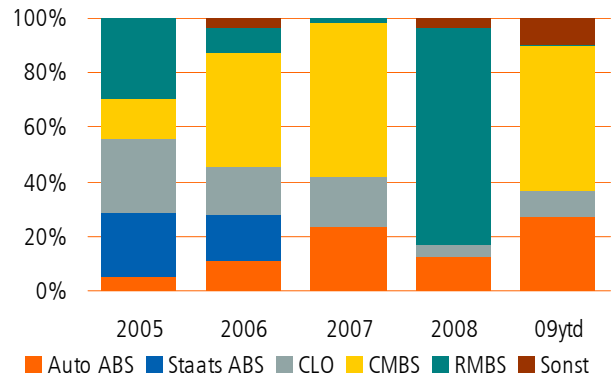
Deutscher Verbriefungsmarkt ist durch Besonderheiten geprägt ...

Risikotransfer deutscher Verbriefungen



Quelle: DZ BANK

Assetklassenanteile



In der Krise rückt Europa zusammen. Auch der deutsche Verbriefungsmarkt ist krisenbedingt auf die Kombination ABS und Repo eingeschwenkt. Dementsprechend finden sich sowohl 2008 als auch 2009 die zuvor beschriebenen Kennzeichen eines nicht mehr auf Investoren ausgerichteten Marktes. Dies wird in großvolumigen RMBS und CMBS sichtbar, die für die erratischen Verschiebungen in der Assetklassenzusammensetzung sorgen. Fünf RMBS-Transaktionen in 2008 stellen mit insgesamt über 66 Mrd. Euro etwa die Hälfte des Volumens aller zwischen 1998 und 2009 durchgeführten RMBS dar. CMBS machen im ersten Halbjahr 2009 mehr als 50% des Neuemissionsvolumens aus. Dahinter verbirgt sich allerdings nur eine Transaktion. Eine Konstante sind 2009 Auto-ABS, insbesondere der Banken von Volkswagen und Ford. Einen weiteren Fixpunkt des Marktgeschehens bilden die „TSI-zertifizierten“ Transaktionen der von diversen deutschen Banken getragenen Organisation „True Sale International“ zur Förderung der Themen ABS und True Sale.

2008 und 2009 ist der deutsche ABS-Markt genauso (un)normal wie im restlichen Europa

Zertifizierte TSI-Transaktionen

Jahr	Assetklasse	Transaktion	Originator	Volumen (Mio. Euro)
2009	Consumer ABS	PB Consumer 2009-1	Postbank	1005
	Auto ABS	Driver Six	VW Bank	967
2008	Auto ABS	Driver Five	VW Bank	1254
	Consumer ABS	PB Consumer 2008-1	Postbank	1005
2007	RMBS	Pure German Lion	ING Diba	4732
	Auto ABS	Driver Four	VW Bank	963
	CMBS	WILCO 2007-1	WestImmo	404
2006	Auto ABS	Driver Three	VW Bank	960
	CMBS	Opera Finance Germany No. 1	Eurohypo	254
	SME CLO	RCL Securitisation	Dresdner Bank	1000
2005	SME CLO	TS Co.mit One	Commerzbank	503
	Auto ABS	Driver Two	VW Bank	956
2004	Auto ABS	Driver One (zurückgezahlt)	VW Bank	1251

Quelle: TSI

Asset Backed Commercial Paper (ABCP)

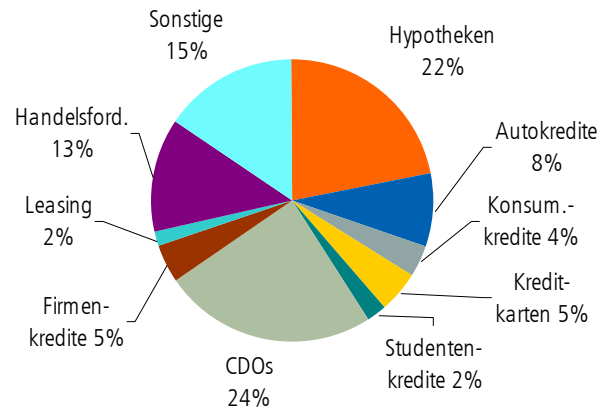
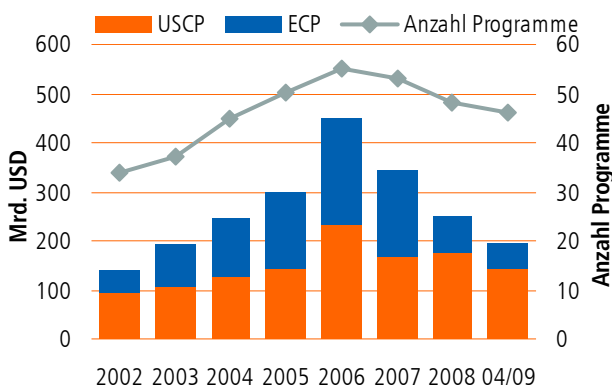
Durch die kurze Laufzeit der Wertpapiere und die damit verbundene Notwendigkeit einer permanenten Emission neuer Serien sind ABCP respektive die dahinter stehenden Vehikel stark von der Krise getroffen worden. Durch die Liquiditätsfazilität sind sie zudem stärker vom Sponsor abhängig als es bei „Term ABS“ der Fall ist. Insofern sind ABCP-Programme von den Problemen des Finanzsektors doppelt betroffen, nämlich durch eine ausbleibende ABCP-Nachfrage und die verschlechterte Bonität der Institute, was auch in einer starken Abnahme des Anteils der Ratingbestnote A-1+ zum Ausdruck kommt. Angesichts dieses widrigen Umfeldes kann der von Ende 2006 bis April 2009 erfolgte Rückgang bei Programmanzahl (-16%) und ausstehendem Volumen (-56%) als überraschend moderat angesehen werden. Da die Programme in der Regel über zwei Emissionsvehikel – eines für europäische, eines für US-amerikanische CP – verfügen, können sie flexibel am Markt agieren und auch die „Commercial Paper Funding Facility“ (CPFF) der Fed nutzen. Daher konzentriert sich der Volumenrückgang auf europäische CP. Derzeit arbeitet in Europa die Bank of England an einer Ausweitung ihres Assetankaufprogramms auf ABCP. In der Assetstruktur liegen CDOs vorn. Dabei dürfte es sich um Bestände handeln, die vor der Krise angekauft wurden und die aufgrund niedriger Marktliquidität bzw. langer Anleihelaufzeit bei abschmelzenden Portfolios relativ an Bedeutung gewinnen.

ABCP-Programme leiden doppelt unter der Krise

Volumen fällt um mehr als 50%

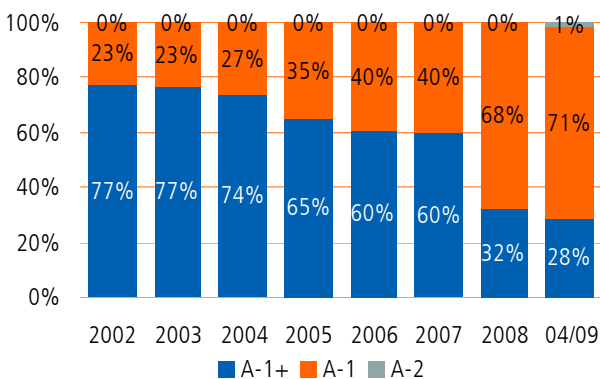
CDOs stellen – noch – den Löwenanteil in den Portfolios

Europäische ABCP-Conduits – Volumenentwicklung (links) und Assetstruktur rechts)



Quelle: S&P

Ratingverteilung europäischer ABCP-Programme



Quelle: S&P

„Top 10“ der europäische ABCP-Programme

Name	Rating	Volumen Mrd. USD	Typ	Sponsor
1 Amstel Funding	A-1	17.9	Single-Seller	ABN AMRO/RBS
2 Cancara Asset Securit.	A-1	16.0	Hybrid	Lloyds TSB Bank
3 Scaldis Capital	A-1+	14.6	Multiseller	Fortis Bank
4 Atlantis One Funding	A-1+	13.2	Single-Seller	Rabobank
5 Solitaire Funding	A-1+	10.6	Arbitrage	HSBC Bank
6 Tulip Funding	A-1	8.5	Multiseller	RBS
7 Thames Asset Global Securitization No. 1	A-1	8.0	Multiseller	RBS
8 LMA	A-1	7.9	Multiseller	Calyon
9 Ebbets Funding	A-1	7.7	Multiseller	Hudson Castle Gr.
10 Chesham Finance	A-1	6.9	Arbitrage	BSN Holdings
Summe 10 größte Programme		111.3	56.8%	
Weitere 36 Programme		84.6	43.2%	
Insgesamt		195.9	100.0%	

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

Structured Credit Markt

Spreadentwicklung

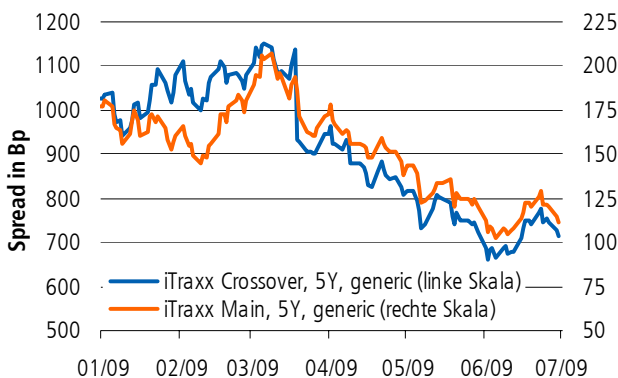
Auch der Structured-Credit-Markt wurde in den vergangenen Monaten nicht von den fundamentalen Verwerfungen an den Credit-Märkten verschont. Im abgelaufenen Jahr waren aufgrund des Lehman-Zusammenbruchs und sich kontinuierlich vergrößernder Rezessionsängste bereits Rekordstände bei den Spread-Niveaus nahezu aller SC-Transaktionen als auch deren Pool-Assets zu verzeichnen. Darüber hinaus wirkten sich düstere Wirtschaftsprognosen, tief rote Quartalszahlen vieler Banken sowie signifikant ansteigende Arbeitslosenquoten zu Jahresbeginn zunächst weiter belastend auf die Credit-Märkte aus. Als Stellvertreter für den Investment-Grade- (IG) und den Speculative-Grade-Bereich (SG) betrachten wir nachfolgend den iTraxx Europe Main und den iTraxx Crossover. Aufgrund der negativen Vorgaben weitete sich das Spread-Niveau im europäischen SG-Bereich, für den die Ratingagenturen zwischenzeitlich Ausfallraten von nahezu 20% innerhalb von 12 Monaten prognostiziert haben, selbst von dem hohen Ausgangsniveau noch weiter aus. Der iTraxx Europe Main entwickelte sich bis Ende Februar jedoch deutlich besser (siehe nachfolgende Grafik). So ist die gute Spread-Entwicklung der im Index vertretenen Financials größtenteils auf Garantien, Bürgschaften und nicht zuletzt Verstaatlichungen zurückzuführen. Im Zuge der Diskussionen über die Stabilität der Europäischen Union und damit einhergehenden Befürchtungen von möglichen Zahlungsausfällen einzelner Staaten weitete sich das allgemeine Spread-Niveau bis Mitte März wieder erheblich aus.

Spread-Ausweitungen bis zum Frühjahr wurde getrieben durch..

... hohe prognostizierte Ausfallraten, Rezession und ...

... die Diskussion über einen europäischen Staatsbankrott

Spread-Entwicklung am CDS-Markt



Quelle: Markit

Ausgewählte Spread-Daten aus dem 1. Halbjahr 2009

iTraxx-Index	01.01.2009	30.06.2009	absolut	relativ
Main	177,5	111,1	-66,4	-37,4%
Crossover	1027,5	715,5	-312,0	-30,4%
HiVol	471,5	215,7	-255,8	-54,3%

iTraxx-Index	High	Low	absolut	relativ
Main	207,7	102,3	-105,4	-50,7%
Crossover	1150,3	660,7	-489,6	-42,6%
HiVol	479,2	202,5	-276,7	-57,7%

Quelle: Markit, Bloomberg, eigene Berechnungen

Trotz der zunehmenden Anzahl an Credit-Events mit teilweise extrem niedrigen Verwertungsquoten (Details im nächsten Abschnitt) und den weiterhin negativen Fundamentaldaten, wie zum Beispiel einknickende Automobilverkäufe oder katastrophale Auftragseingänge in der Industrie, kam es seit April in beiden Rating-Segmenten zu einem stetigen Spread-Einengungstrend. Auslöser hierfür mag neben den zwischenzeitlichen Lichtblicken am US-amerikanischen Häusermarkt und positiven Signalen einiger Finanzinstitute auch die Hoffnung auf eine rasche Umsetzung beschlossener staatlicher Maßnahmen zur Beendigung der Finanz- und Wirtschaftskrise gewesen sein. Entsprechend wurden einige nicht ganz so schlecht wie erwartet ausgefallene Zahlen als positive Signale hinsichtlich einer konjunkturellen Bodenbildung gewertet, was sich sowohl auf das Konsumenten- aber vor allem auch auf das Anlegervertrauen stabilisierend ausgewirkt hat.

Hoffnung als Auslöser für Spread-Einengungstrend

Weniger schlechte Nachrichten = gute Nachrichten?

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

Anstieg der realisierten Pool-Verluste

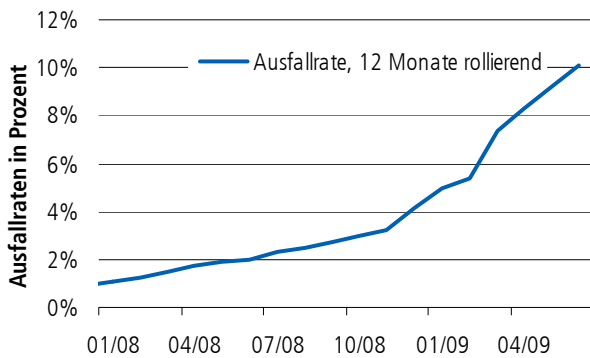
Basierend auf den Daten der Ratingagentur Moody's sind die globalen Ausfallraten im SG-Bereich von knapp unter 1% zur Jahreswende 2007/08 auf knapp über 10% im Juni 2009 gestiegen (jeweils für die letzten zwölf Monate rollierend). Dabei hat sich insbesondere in den letzten sechs Monaten nochmals ein steilerer Anstieg des Ausfalltrends herausgebildet (siehe nachfolgende Grafik links). Zwar sind die Prognosen der Agenturen hinsichtlich der maximal zu erwartenden Ausfallraten sowohl in diesem, als auch im nächsten Jahr jüngst moderat nach unten angepasst worden. Aber für die Investoren im SC-Bereich droht neben historisch hohen Ausfallraten auch Ungemach aufgrund der sehr niedrigen Verwertungsquoten (Recovery Rates). So liegen die Ergebnisse der ISDA-Recovery-Auktionen mit durchschnittlich knapp 13% im ersten Halbjahr deutlich unter dem langjährigen Mittelwert von gut 35% (nachfolgende Grafik rechts).

Starker Anstieg der Ausfallraten

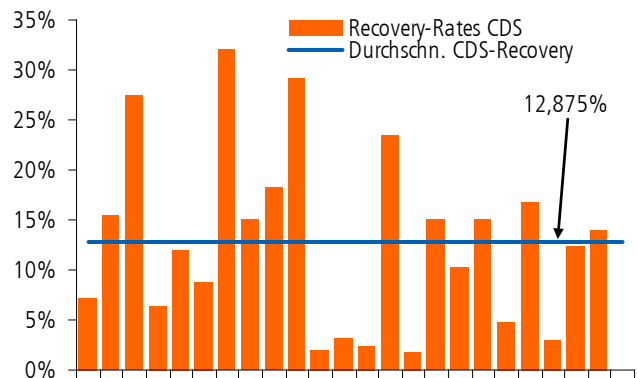
Recovery unter dem langfristigen Mittelwert

Entwicklung der Ausfallraten und der ISDA-Auktionsergebnisse im ersten Halbjahr 2009

Globale Ausfallrate im Speculative-Grade-Bereich



ISDA Recovery-Auktionen, Senior (CDS)



Quelle: ISDA, DZ BANK, Moody's

Kapitalverlustrisiko gestiegen

Während der Modelländerungs-Wettbewerb für synthetische Corporate-CDOs, den wir in unserem Flash „Alles neu macht... die Krise“ vom 9.6.2009 beschrieben haben, über negative Ratingänderungen Einfluss auf die Preise von Transaktionen hat, droht bei anhaltend schlechten Ausfall- und Recovery-Daten sogar ein Kapitalverlust, der im Extremfall zu einem Totalverlust des Investments führen könnte. Ein Beispiel soll dies verdeutlichen:

Angenommen, der Referenzpool einer siebenjährigen Single-Tranche-CSO setzt sich hinsichtlich Anzahl der Namen, der Rating- als auch Branchenverteilung ähnlich zusammen wie der iTraxx Europe Main. Darüber hinaus sei bei der Gestaltung der Transaktion vor Ausbruch der Krise mit einer historischen Recovery Rate von 35% gerechnet worden. Zu dieser Zeit haben die Ratingagenturen für vergleichbare Transaktionen und ein AAA/Aaa-Zielrating eine Subordination von mindestens 8,5% ermittelt. In unserem Beispiel handelt es sich um eine zwei Prozent dicke Tranche, der Attachment-Point liegt somit bei 8,5% und der Detachment-Point bei 10,5%. Unter diesen Annahmen könnte die Struktur bis zur Fälligkeit 16 Ausfälle verkraften, ohne dass es zu einem auch nur teilweisen Kapitalverlust kommt. Erst wenn 21 oder mehr Referenznamen ausfallen, entsteht für den Investor in der Mustertranche ein Totalverlust. Allein durch die Reduzierung der Recovery Rate von 35%, also dem langfristigen historischen Durchschnitt, auf 15%, dem ungefähren Durchschnitt der

Im Extremfall droht ein Totalverlust

Beispiel

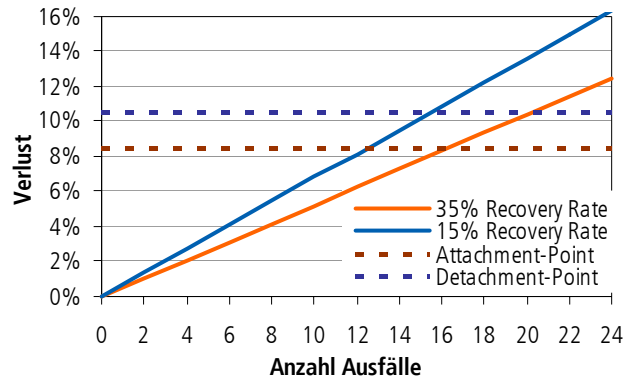
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

jüngerer Historie, sinkt die Verlustgrenze von 16 auf 12 und die Totalverlustgrenze von 21 auf 16 Ausfälle (siehe nachfolgende Grafiken).

Verluste bei verschiedenen Recovery Rates und Ausfällen

Anzahl an Kreditereignissen	Recovery Rate									
	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	70%
0	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2	1,44%	1,36%	1,28%	1,20%	1,12%	1,04%	0,96%	0,88%	0,80%	0,48%
4	2,88%	2,72%	2,56%	2,40%	2,24%	2,08%	1,92%	1,76%	1,60%	0,96%
6	4,32%	4,08%	3,84%	3,60%	3,36%	3,12%	2,88%	2,64%	2,40%	1,44%
8	5,76%	5,44%	5,12%	4,80%	4,48%	4,16%	3,84%	3,52%	3,20%	1,92%
10	7,20%	6,80%	6,40%	6,00%	5,60%	5,20%	4,80%	4,40%	4,00%	2,40%
12	8,64%	8,16%	7,68%	7,20%	6,72%	6,24%	5,76%	5,28%	4,80%	2,88%
14	10,08%	9,52%	8,96%	8,40%	7,84%	7,28%	6,72%	6,16%	5,60%	3,36%
16	11,52%	10,88%	10,24%	9,60%	8,96%	8,32%	7,68%	7,04%	6,40%	3,84%
18	12,96%	12,24%	11,52%	10,80%	10,08%	9,36%	8,64%	7,92%	7,20%	4,32%
20	14,40%	13,60%	12,80%	12,00%	11,20%	10,40%	9,60%	8,80%	8,00%	4,80%
22	15,84%	14,96%	14,08%	13,20%	12,32%	11,44%	10,56%	9,68%	8,80%	5,28%
24	17,28%	16,32%	15,36%	14,40%	13,44%	12,48%	11,52%	10,56%	9,60%	5,76%

Verlustszenarien einer AAA/Aaa-Mustertranche



Quelle: DZ BANK

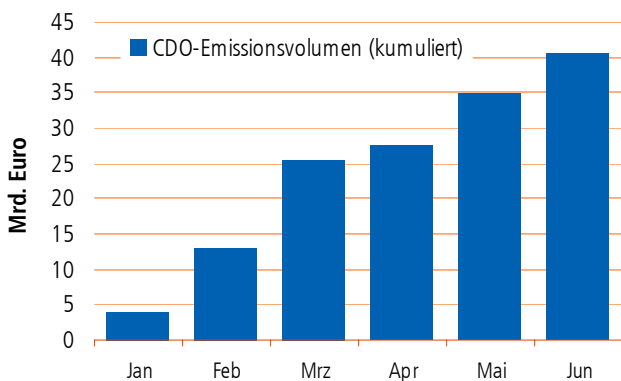
Berücksichtigt man darüber hinaus auch noch die signifikant angestiegenen Ausfallraten wird schnell klar, dass das Kapitalverlustrisiko bei SC-Transaktionen in den letzten Monaten dramatisch angestiegen ist. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die im vorigen Abschnitt aufgezeigten Werte nicht in gleicher Höhe in die Zukunft fortgeschrieben werden sollten und diese sich darüber hinaus auf den ausfallgefährdeteren SG-Bereich beziehen, während obiges Beispiel auf IG-Namen basiert.

Kapitalverlustrisiko ist dramatisch angestiegen

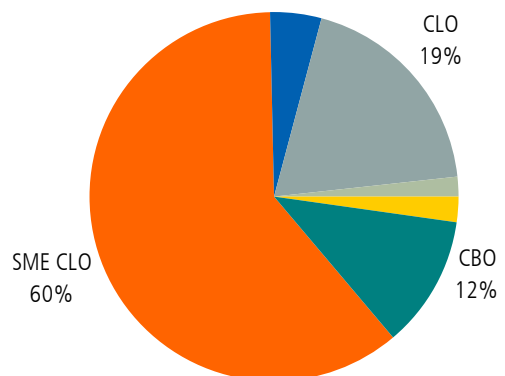
Trotz der gestiegenen Risiken kam der CDO-Primärmarkt ab Februar wieder in Fahrt. Mit mehr als 40 Mrd. EUR liegt das CDO-Emissionsvolumen im ersten Halbjahr 2009 beachtliche 86% über dem Vorjahresniveau und nur rund 30% unter demjenigen des Rekordjahres 2007. Dabei ist zu beachten, dass dabei die SME CLOs mit einem Anteil von rund 60% dominierend waren.

SME CLOs dominierten am Primärmarkt

CDO-Emissionsvolumen 1. Hj. 2009 (kumuliert)



CDO-Emissionen nach Assetklassen 1. Hj. 2009



Quelle: DZ BANK

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

Anhang 2: Publikationsübersicht

Datum	Titel
Asset Backed Watcher	
16.01.2009	Collateral Damage - SF Performance 2008 (Jahresrückblick 2008)
30.01.2009	Wohin mit dem Giftmüll? - Analyse der Toxizität von SF Papieren
13.02.2009	Wenn die Hütte brennt (Australische RMBS)
27.02.2009	Karge Zeiten härten ab (Italienische RMBS)
13.03.2009	Brave New Rating World (Fitch passt Rating-Definitionen an)
27.03.2009	Neues von der US Kartenfront (US Kreditkarten)
17.04.2009	Rating Karussell (Performance-unabhängige Ratingänderungen)
30.04.2009	Licht am Ende des Tunnels? (Abschreibungen)
15.05.2009	Final whistle for Whistlejacket (SIV-Abwicklung)
29.05.2009	Am Ende des Wasserfalls (Ausfall der Zinszahlung bei Caja Marid II und III)
10.06.2009	Con(duit)Fusion bei CMBS Ratings (Ratinganpassung bei CMBS)
26.06.2009	Leasing "Made in Germany" (Deutscher Leasingmarkt)
Structured Credit Watcher	
02.02.2009	Alles mach neu? Aktionismus bei den Ratingagenturen
05.03.2009	CDS an der Front - Upfront versus Running Spreads
16.04.2009	Sinn und Unsinn einer CCP (Central Counterparty) - ein theoretisches Gedankenspiel
08.05.2009	S&P Proposed Criteria für Corporate CDOs (Überarbeitung des CDO-Ratings von S&P)
03.07.2009	CDS Small Bang
Specials	
11.03.2009	RMBS under Fire - Teil 2
06.04.2009	CDS 2.0 Prelude
15.06.2009	Bad Bank Boom (BBB)
08.07.2009	Virtuelle Bank für Deutschland
Flash	
20.01.2009	DZ CDO Monitor
30.01.2009	RMBS und CMBS der DG HYP
10.02.2009	TALF ante Portas
19.02.2009	LEAGUE Performance Update
05.03.2009	TALF ready to run
06.03.2009	BBB = Bad Bank Boom Intro
11.03.2009	iTraxx Roll Preview Serie 11
12.03.2009	RMBS Provide-VR 2002-1
19.03.2009	iTraxx Roll Final Serie 11
23.03.2009	PPIP = Together we're strong !
27.03.2009	Baby come back - GRAND
29.04.2009	Toxische Assets - von der Kreditblase zum Verlustballon?
06.05.2009	Monoliner im Darwin Jahr
09.06.2009	Alles neu macht... die Krise
18.06.2009	League 2004-1 Upgrade
26.06.2009	Rural Hipotecario RMBS-Serie
06.07.2009	"Small Bang" - Die kleine Schwester vom großen Knall

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, 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 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 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

Fixed Income Research: Veränderte Anlageurteile der letzten 12 Monate

AAREAL BANK AG	09.07.2009	Marketperformer	EUROHYPO AG	07.04.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF TURKEY	04.08.2008	Outperformer
AAREAL BANK AG	15.01.2009	Underperformer	EUROHYPO AG	15.01.2009	Underperformer	ROBERT BOSCH GMBH	15.09.2008	Marketperformer
ACHMEA HYPOTHEEK BANK NV	15.01.2009	Underperformer	EWE AG	07.05.2009	Underperformer	RWE AG	13.11.2008	Outperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	15.01.2009	Underperformer	EWE AG	19.11.2008	Marketperformer	SANOFI-AVENTIS	29.04.2009	Outperformer
ARCELOR MITTAL	11.02.2009	Underperformer	FEDERAL REP OF GERMANY	06.11.2008	Outperformer	SLOVAK REPUBLIC	21.07.2008	Marketperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	09.07.2009	Marketperformer	FRENCH REPUBLIC	07.05.2009	Marketperformer	SNS BANK NEDERLAND	09.07.2009	Outperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	28.04.2009	Underperformer	FRENCH REPUBLIC	06.11.2008	Outperformer	SNS BANK NEDERLAND	15.01.2009	Marketperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	15.01.2009	Marketperformer	GDF SUEZ	05.05.2009	Marketperformer	SUEDZUCKER AG	30.04.2009	Outperformer
BANCO ESPIRITO SANTO	15.01.2009	Marketperformer	GDF SUEZ	18.09.2008	Outperformer	TELECOM ITALIA SPA	11.05.2009	Marketperformer
BANCO POPULAR ESPANOL	09.07.2009	Marketperformer	GOLDMAN SACHS GROUP INC	15.01.2009	Marketperformer	TELECOM ITALIA SPA	06.11.2008	Underperformer
BANCO POPULAR ESPANOL	15.01.2009	Underperformer	HELLENIC REPUBLIC	08.06.2009	Underperformer	TELEFONICA S.A.	17.07.2008	Outperformer
BANCO SANTANDER SA	15.01.2009	Marketperformer	HELLENIC REPUBLIC	06.11.2008	Marketperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	25.05.2009	Underperformer
BANK OF AMERICA CORP	09.07.2009	Marketperformer	HENKEL KGAA	14.11.2008	Underperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	26.02.2009	Marketperformer
BANK OF AMERICA CORP	15.01.2009	Underperformer	HSB NORDBANK AG	15.01.2009	Underperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	19.11.2008	Outperformer
BASF AG	31.10.2008	Underperformer	HYPONAT REAL ESTATE HLDG AG	03.06.2009	Marketperformer	TELIASONERA AB	10.10.2008	Marketperformer
BASF AG	17.07.2008	Marketperformer	HYPONAT REAL ESTATE HLDG AG	15.01.2009	Underperformer	TELIASONERA AB	17.07.2008	Outperformer
BAYERISCHE LANDESBANK	09.07.2009	Underperformer	IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG	09.07.2009	Underperformer	TESCO PLC	21.08.2008	Marketperformer
BAYERISCHE LANDESBANK	15.01.2009	Marketperformer	IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG	15.01.2009	Marketperformer	THYSSENKRUPP AG	13.02.2009	Underperformer
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	18.09.2008	Marketperformer	IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	27.11.2008	Marketperformer	TUI AG	02.03.2009	Underperformer
BERLIN-HANNOVER HYPBK AG	15.01.2009	Marketperformer	INTESA SANPAOLO SPA	06.07.2009	Underperformer	UBS AG	22.01.2009	Marketperformer
BERTELSMANN AG	12.05.2009	Underperformer	INTESA SANPAOLO SPA	17.07.2008	Marketperformer	UBS AG	21.01.2009	Underperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	19.02.2009	Underperformer	JPMORGAN CHASE & CO	09.07.2009	Marketperformer	UBS AG/FRANKFURT	16.01.2009	Marketperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	09.12.2008	Marketperformer	JPMORGAN CHASE & CO	15.01.2009	Underperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	13.05.2009	Marketperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	18.09.2008	Underperformer	KINGDOM OF BELGIUM	06.11.2008	Marketperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	10.12.2008	Underperformer
CAISSE CENTRALE DES JARDINS DU QUEBEC	09.07.2009	Marketperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	29.01.2009	Outperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	17.07.2008	Marketperformer
CAISSE CENTRALE DES JARDINS DU QUEBEC	15.01.2009	Outperformer	KONINKLIJKE AHOLD NV	19.11.2008	Marketperformer	UNITED MEXICAN STATES	27.04.2009	Underperformer
CAISSE CENTRALE DU CREDIT IMMOBILIER DE FRANCE	09.07.2009	Underperformer	KONINKLIJKE AHOLD NV	01.09.2008	Underperformer	UNITED MEXICAN STATES	26.11.2008	Outperformer
CAISSE CENTRALE DU CREDIT IMMOBILIER DE FRANCE	15.01.2009	Marketperformer	LAFARGE	21.01.2009	Underperformer	VATTENFALL AB	24.02.2009	Outperformer
CAIXA ECONOMICA MONTEPIO GERAL	09.07.2009	Marketperformer	LAFARGE	07.11.2008	Marketperformer	VATTENFALL AB	15.10.2008	Marketperformer
CAIXA ECONOMICA MONTEPIO GERAL	15.01.2009	Underperformer	LANDESBANK BADEN-WUERTTEMBERG	15.01.2009	Underperformer	VATTENFALL AB	17.07.2008	Underperformer
CARREFOUR SA	18.11.2008	Underperformer	LEASEPLAN CORPORATION NV	15.01.2009	Underperformer	VOLKSWAGEN AG	27.10.2008	Marketperformer
CASINO GUICHARD PERRACHON SA	15.10.2008	Marketperformer	LINDE AG	05.05.2009	Outperformer	VOLKSWAGEN AG	21.08.2008	Outperformer
CASINO GUICHARD PERRACHON SA	29.08.2008	Outperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	09.07.2009	Marketperformer			
CIE FINANCIERE DU CRED	09.07.2009	Underperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	02.03.2009	Underperformer			
CIE FINANCIERE DU CRED	15.01.2009	Marketperformer	LVMH MOET-HENNESSY	10.02.2009	Underperformer			
COMMERZBANK AG	16.01.2009	Marketperformer	MEDIOBANCA SPA	09.07.2009	Underperformer			
CONTINENTAL AG	10.02.2009	Underperformer	MEDIOBANCA SPA	15.01.2009	Marketperformer			
CONTINENTAL AG	19.01.2009	Marketperformer	MEDIOBANCA SPA	10.12.2008	Underperformer			
CONTINENTAL AG	10.11.2008	Underperformer	MEDIOBANCA SPA	17.07.2008	Marketperformer			
CONTINENTAL AG	17.07.2008	Marketperformer	MERCK KGAA	18.02.2009	Underperformer			
CREDIT AGRICOLE SA	09.07.2009	Underperformer	MERRILL LYNCH & CO	09.07.2009	Marketperformer			
CREDIT AGRICOLE SA	16.01.2009	Marketperformer	MERRILL LYNCH & CO	15.01.2009	Underperformer			
CREDIT SUISSE	09.07.2009	Marketperformer	MORGAN STANLEY	09.07.2009	Marketperformer			
CREDIT SUISSE	24.04.2009	Outperformer	MORGAN STANLEY	09.04.2009	Underperformer			
CREDIT SUISSE	16.01.2009	Marketperformer	MORGAN STANLEY	15.01.2009	Marketperformer			
DAIMLER AG	27.10.2008	Marketperformer	NATIONWIDE BLDG SOCIETY	15.01.2009	Marketperformer			
DAIMLER AG	18.09.2008	Outperformer	OTP BANK PLC	09.07.2009	Marketperformer			
DEPFA BANK PLC	15.01.2009	Underperformer	OTP BANK PLC	15.01.2009	Underperformer			
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	09.07.2009	Underperformer	PEUGEOT SA	27.10.2008	Underperformer			
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	15.01.2009	Marketperformer	PEUGEOT SA	18.09.2008	Marketperformer			
DEUTSCHE LUFTHANSA AG	12.03.2009	Underperformer	POHIOLA BANK PLC	09.07.2009	Marketperformer			
DEUTSCHE TELEKOM AG	22.04.2009	Marketperformer	POHIOLA BANK PLC	07.05.2009	Underperformer			
DEUTSCHE TELEKOM AG	07.11.2008	Outperformer	POHIOLA BANK PLC	15.01.2009	Outperformer			
DNB NORBANK ASA	06.05.2009	Marketperformer	POHIOLA BANK PLC	17.07.2008	Marketperformer			
DNB NORBANK ASA	15.01.2009	Outperformer	PORSCHE AG	14.05.2009	Underperformer			
DUESSELDORFER HYPOBANK	15.01.2009	Underperformer	PORSCHE AG	07.01.2009	Marketperformer			
E.ON AG	13.05.2009	Marketperformer	PORSCHE AG	27.10.2008	Underperformer			
EBS BUILDING SOCIETY	10.03.2009	Underperformer	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	18.02.2009	Marketperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE	22.01.2009	Outperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	06.11.2008	Marketperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE	14.01.2009	Marketperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	26.05.2009	Marketperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE	19.11.2008	Marketperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	15.01.2009	Underperformer			
ENBW ENERGIE BADEN-WUERTTEMBERG	11.05.2009	Underperformer	REPSOL YPF SA	17.11.2008	Underperformer			
ENDESA S.A.	13.03.2009	Marketperformer	REPSOL YPF SA	17.07.2008	Outperformer			
ENDESA S.A.	22.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	12.03.2009	Outperformer			
ENDESA S.A.	18.12.2008	Marketperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	06.11.2008	Underperformer			
ENEL-SOCIETA PER AZIONI	13.05.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF BULGARIA	26.11.2008	Underperformer			
ENEL-SOCIETA PER AZIONI	22.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF CROATIA	11.03.2009	Underperformer			
ENEL-SOCIETA PER AZIONI	12.11.2008	Marketperformer	REPUBLIC OF CROATIA	26.11.2008	Marketperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	09.07.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF FINLAND	06.11.2008	Marketperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	15.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF HUNGARY	15.10.2008	Underperformer			
EUROHYPO AG	09.04.2009	Underperformer	REPUBLIC OF IRELAND	29.01.2009	Underperformer			
			REPUBLIC OF IRELAND	06.11.2008	Marketperformer			
			REPUBLIC OF SLOVENIA	06.11.2008	Marketperformer			
			REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	26.11.2008	Underperformer			
			REPUBLIC OF TURKEY	11.03.2009	Underperformer			

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 Emittenten 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 Portfoliowalter 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 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 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 Prospektpflicht 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 berechnigte 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 1 d) 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.

Verantwortlich			
Frank Cervený, CIIA / CEFA	Leiter Research ABS & Structured Credits	+ 49 - (0)69 - 74 47 - 38 18	frank.cervený@dzbank.de
Autor(en) und Ersteller			
Peter Droste, CCRA	Analyst ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 35 96	peter.droste@dzbank.de
Thorsten Lange	Analyst ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 47 60	thorsten.lange@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	Klaus Bollmann
	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 VR Cross-Selling und Mittelstand	+ 49 - (0)69 - 74 47 - 43 54	Klaus Langer
	Gruppenleiter Internationale Kunden, Public Clients	+ 49 - (0)69 - 74 47 - 42 69 5	Christian Sauer
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 - 16 18	Nikos Papailiou
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