

ABS & STRUCTURED CREDITS

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Asset Backed Watcher

Top story: „TALF – Time to say Goodbye“

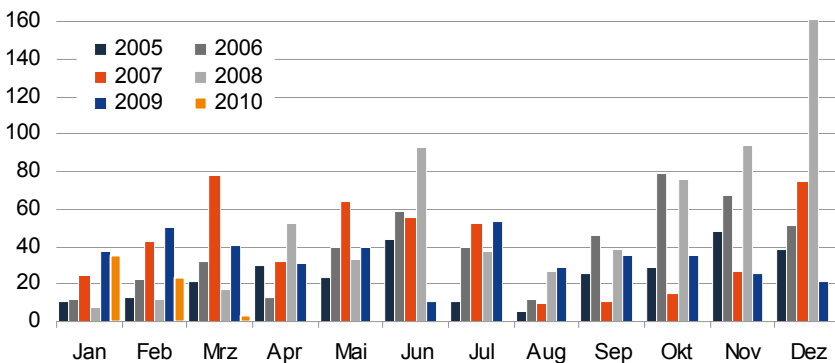
» Ende 2008 – ausgelöst durch die Insolvenz von Lehman Brothers – stand der internationale Finanzmarkt am Abgrund. Die viele hundert Milliarden schweren Rettungspakete konzentrierten sich in Europa auf die Rettung der Banken. In den USA war man da schon einen Schritt weiter und kündigte im November 2008 die „Term Asset-Backed Securities Loan Facility“ (TALF) an, die dem Verbriefungsmarkt wieder „auf die Beine helfen“ sollte; initiiert zu einem Zeitpunkt als man hierzulande ABS ein für allemal verbieten wollte. Im März ist das TALF-Programm ausgelaufen – wir blicken zurück.

Primär- und Sekundärmarkt

- » Der Markt legte in der vergangenen Woche eine Verschnaufpause ein, die Renditeaufschläge blieben stabil.
- » Auch die Ankündigung der holländischen Neuemission STORM 2010-1 hatte kaum Auswirkungen auf die Preise im Sekundärmarkt. AAA geratete "alte" STORM Tranchen wurden im Markt bei +100bp bzw. +105bp gesucht.

ANLEIHEN	
Vierzehntäglich 26.3.2010	
INHALT	
TALF – TIME TO SAY GOODBYE	2
NEWS – TICKER	6
ITRAXX IM ÜBERBLICK	8
ABS MARKT AUF EINEN BLICK	9
AKTUELLE PIPELINE	10
NEUEMISSIONEN	10
ABS	11
RMBS & CMBS	12
CDO	13
AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN	14
IMPRESSUM	20

EMISSIONSVOLUMEN DES EUROPÄISCHEN STRUCTURED FINANCE MARKTES



Quelle: DZ BANK

TALF – TIME TO SAY GOODBYE

Ende 2008 – ausgelöst durch die Insolvenz von Lehman Brothers – stand der internationale Finanzmarkt am Abgrund. Die in dieser Zeit geschnürten und oftmals viele hundert Milliarden schweren Rettungspakete konzentrierten sich in Europa vor allem auf Banken. In den USA war man da schon einen Schritt weiter und kündigte im November 2008 eine an das staatliche „Troubled Asset Relief Program“ (TARP) ange-dockte Maßnahme an, die dem Verbriefungsmarkt wieder „auf die Beine helfen“ sollte. Die „Term Asset-Backed Securities Loan Facility“ (TALF) wurde wohlgermerkt zu einem Zeitpunkt initiiert, als bei uns darüber diskutiert wurde, ABS – das die Krise auslösende Teufelszeug – ein für allemal zu verbieten.

Während seit einiger Zeit nun auch in Deutschland Überlegungen – vor allem mit Blick auf Mittelstandsfinanzierungen – angestellt werden, um Verbriefungen mit staatlicher Unterstützung für Investoren interessant zu machen, ist das TALF-Programm im März bereits wieder ausgelaufen. Lediglich für neu aufgelegte CMBS-Transaktionen werden noch bis Juni Auktionen durchgeführt. Aus europäischer Sicht ist es interessant, einen Blick zurück auf TALF zu werfen. Angesichts der aus unserer Sicht überwiegend positiven Bilanz von TALF lässt sich damit durchaus der Nutzen eines hiesigen „Care packet“ für europäische ABS untermauern.

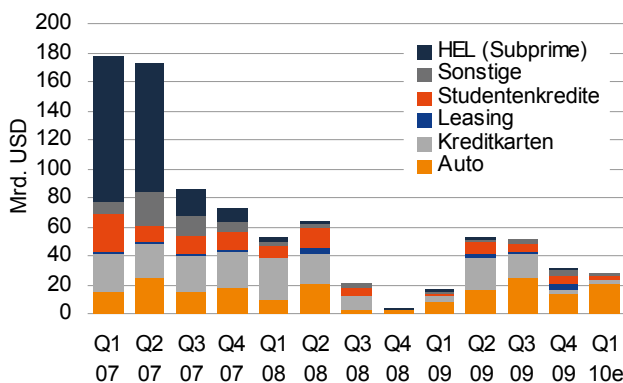
Interessant ist an dieser Stelle auch die Frage, warum in dieser für den Finanzmarkt kritischen Phase und zu einem Zeitpunkt, als Verbriefungen im Zentrum massivster Kritik standen, die Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) sich dem Risiko ausgesetzt hat, ein 200 Mrd. USD schweres Hilfsprogramm für ABS ins Leben zu rufen. Womöglich nur deshalb, weil es sonst zu weit größeren Schäden im Finanzsektor und in der Realwirtschaft gekommen wäre. Anders gesagt dürfte die FRBNY zu der Erkenntnis gelangt sein, dass es ohne ABS eben nicht geht. Nachdem im dritten Quartal 2008 (siehe linke Abbildung) das ABS-Emissionsvolumen völlig eingebrochen war und sich die Spreads extrem ausgeweitet hatten, bestand jedenfalls dringender Handlungsbedarf. Ohne eine Lösung hätten die sich stark mittels ABS refinanzierenden US-Banken jedenfalls das Volumen neuer Kredite reduzieren müssen.

Mit TALF hat die Fed Weitblick bewiesen

Inzwischen wird auch in Deutschland über eine Unterstützung von ABS nachgedacht

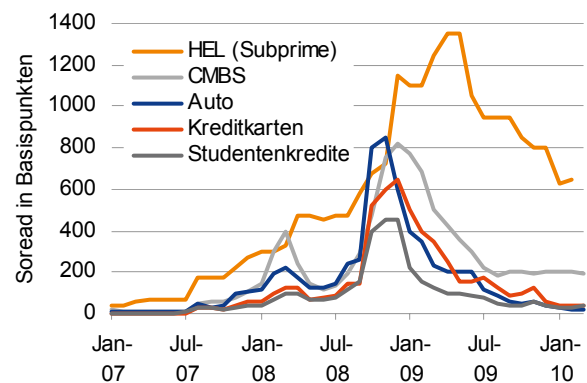
TALF hat geholfen, die Refinanzierungslücke der US-Banken zu schließen

US-ABS EMISSIONSVOLUMEN VOR UND WÄHREND DER KRISE



Quelle: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

SPREADS FÜR US-ABS UND US-CMBS

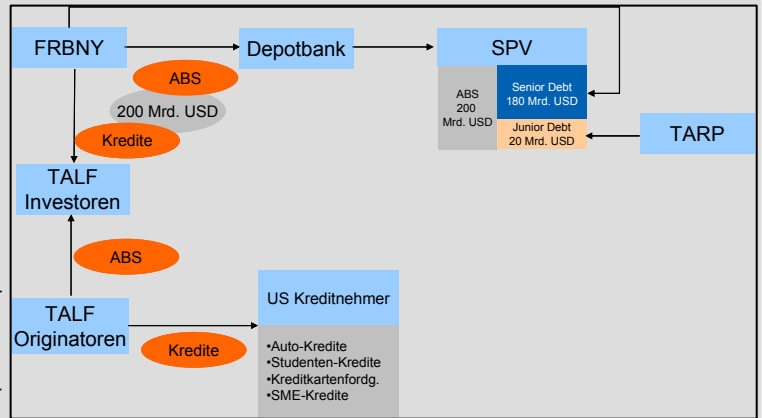


Quelle: DZ BANK

EXKURS – FUNKTIONSWEISE VON TALF

Im Rahmen von TALF räumt die FRBNY ABS-Investoren Kredite zur Finanzierung qualifizierter ABS-Investments ein, die durch diese Anleihen besichert sind. Die Kredite sind ohne Rückgriffsrecht auf den Kreditnehmer ausgestaltet. Als einzige Sicherheit der FRBNY dienen die ABS-Papiere, deren Wertansatz sich aus dem um einen Sicherheitsabschlag verminderten Nominalbetrag errechnet. Kommt es zu Zahlungstörungen bei einem TALF-Kredit, wird die FRBNY ihre Ansprüche durch Veräußerung der Anleihen befriedigen.

Um solche Verwertungsvorgänge durchzuführen, setzt die FRBNY eine Zweckgesellschaft (SPV) auf, der sie gegebenenfalls die ABS-Anleihen veräußert und im Gegenzug den Kaufpreis in Höhe des TALF-Kredits zuzüglich aufgelaufener, noch nicht gezahlter Zinsen erhält. Das SPV stellt gleichzeitig die Schnittstelle zum umfassenden „Troubled Asset Relief Program (TARP)“ der US-Regierung dar. Der maximale Rahmen für TALF beträgt 200 Mrd. USD. Im absoluten Worst Case – dem Ausfall aller TALF-Kredite – müsste in eben diesem Volumen ABS-Collateral von der FRBNY an das SPV veräußert werden. Die Refinanzierung dieser Übertragung bzw. die Risikoverteilung erfolgt zweistufig. In der ersten Stufe ist TARP verpflichtet bis zur Höhe von 20 Mrd. USD nachrangige Verbindlichkeiten des SPV zu kaufen, ihm in dieser Höhe Finanzierungsmittel zur Verfügung zu stellen – aber auch bis zu dieser Höhe möglicherweise entstehende Verluste zu tragen. Darüber hinausgehender Finanzierungsbedarf, bzw. die entsprechende Übernahme des Kreditrisikos erfolgt bis zum maximalen TALF-Rahmenvolumen von 200 Mrd. USD durch die FRBNY im Rahmen eines Senior loans, der durch die TARP-Junior-Tranche besichert ist.



Die an TALF partizipierenden Kreditnehmer können zwischen fix und variabel verzinslichen Darlehen wählen, für die jeweils ein Spread von 100 Basispunkten zu zahlen ist. Die Konditionen wurden so festgesetzt, dass sie einen Anreiz darstellen, neu emittierte, von TALF erfasste Transaktionen zu kaufen, und zwar zu Spreads „higher than in more normal market conditions but lower than in the highly illiquid market conditions that have prevailed during the recent credit market turmoil“. Mit anderen Worten wird darauf hingewiesen, dass sich hier die Chance eröffnet, kreditfinanziert Carry und Kursgewinne zu generieren. Zusätzlich fällt eine Verwaltungsgebühr von 5 Basispunkten an.

Zentrale Voraussetzungen für TALF (Assets und Kreditnehmer)

a) Assets

Transaktionsart	US Cash ABS (keine synthetischen Strukturen; kein Repackaging)
Rating	AAA von mindestens zwei Ratingagenturen ohne Review oder Watch for Downgrade
Assetklassen	Stufe 1: Auto ABS, Student Loan ABS, Credit Card ABS, SME ABS mit Garantie der SBA; Stufe 2: CMBS
Domizil Kreditnehmer	Alle (mind. 95%) der Kredite in den ABS-Portfolios vergeben an Kreditnehmer in den USA
Maximale Laufzeit ABS	Auto ABS und Credit Card ABS dürfen eine maximale erwartete Laufzeit von fünf Jahren haben.
Keine Selbst-Referenzierung à la EZB Repo	Die für einen Kreditnehmer als zulässig geltenden ABS dürfen nicht auf Krediten basieren, für die der Kreditnehmer auch Originator ist.

b) Kreditnehmer

Grundregel	Jedes US-Unternehmen, das Eigentümer von "eligible collateral" (s.o.) ist und eine Geschäftsbeziehung zu einem "Primary Dealer" unterhält.
Ergänzung	Auch Niederlassungen ausländischer Banken, die Reserven bei der Fed vorhalten und nennenswerte Aktivitäten in den USA entfalten.
Ausnahme	Kein Unternehmen, das (indirekt) von einer ausländischen Regierung kontrolliert wird
Typen von Kreditnehmern	Banken, Versicherungen, Corporates, Investment Fonds im engeren Sinne, aber auch - dies ist hervor-zuheben - sonstige Investmentvehikel wie Hedge Funds und Private Equity Funds.

Die Folgen einer reduzierten Kreditvergabe wären auf alle Fälle – wie ein einfache Daumenrechnung zeigt – unabsehbar gewesen. 2007 wurden in den Vereinigten Staaten beispielsweise für 774 Mrd. US-Dollar neue und gebrauchte PKW sowie „Light Trucks“ (SUVs und Pick-ups) verkauft. Wir gehen an dieser Stelle – vereinfachend und ohne Kenntnis der tatsächlichen Verhältnisse – davon aus, dass jeweils ein Drittel dieses kumulierten Kaufpreises (also rund 250 Mrd. US-Dollar) aus dem Erlös des bisherigen Fahrzeugs des Käufers, aus Barmitteln und aus Fahrzeugfinanzierungen stammt, die 2007 wiederum zu 74 Mrd. USD über ABS refinanziert wurden. Wäre diese Refinanzierungsquelle dauerhaft eingebrochen, hätte der US-

Zusammenbruch des ABS-Marktes wäre für US-Wirtschaft hochriskant gewesen

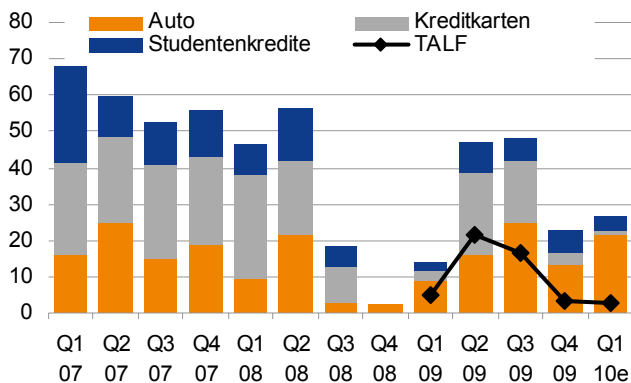
¹⁾²⁾³⁾⁴⁾⁵⁾⁶⁾ Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

Autosektor – auf die „Big 3“ aus Detroit entfallen immerhin noch 50% Marktanteil – vermutlich noch viel stärker als ohnehin schon gelitten, da viele Kunden das neue Fahrzeug ohne Finanzierung nicht hätten bezahlen können – damit wäre auch die US-Version der Abwrackprämie „Cash for Clunkers“ obsolet gewesen.

Doch wie hat sich das Emissionsvolumen von US-ABS nach der Einführung von TALF tatsächlich entwickelt? Bereits im ersten Quartal 2009 – obwohl nur im März eine Auktion für TALF-Darlehen stattgefunden hat – ist das Emissionsvolumen deutlich gestiegen. Die folgende linke Abbildung zeigt anhand der Entwicklung der wichtigsten ABS-Assetklassen Autos, Kreditkarten und Studentenkredite, dass im zweiten und dritten Quartal 2009 das Emissionsvolumen wieder fast auf das Niveau vor der Lehman-Pleite gestiegen ist. Dabei haben die Investoren TALF-Darlehen (siehe Tabelle rechts) für bis zu 60% des Emissionsvolumens genutzt. Durch die geschaffene Nachfrage nach ABS hat sich ab dem vierten Quartal 2009 das Spreadniveau auf unter 100 Basispunkte eingeeengt und lag damit unterhalb der Kosten, die durch das TALF-Darlehen verursacht werden (105 Basispunkte, siehe Exkurs). Dementsprechend ist die Nachfrage nach TALF-Darlehen deutlich gesunken. Besonders erfreulich ist die Entwicklung bei Auto-ABS, hier kann der Marktsituation als weitgehend normalisiert betrachtet werden. Auch bei Studentenkrediten ist die Entwicklung durchaus erfreulich. Bei den – stark unter Performanceproblemen leidenden – Kreditkartenfinanzierungen zeigt sich dagegen kaum nachhaltiges Interesse.

Größter TALF-Erfolg: Auto-ABS können als nachhaltig stabilisiert angesehen werden

AUTO, KREDITKARTEN, STUDENTKREDITE – ABS VS. TALF



AUTO, KREDITKARTEN, STUDENTKREDITE – TALF-ANTEIL

	Auto		Kreditkarten		Studentenkredite	
	ABS	TALF	ABS	TALF	ABS	TALF
	Mrd. USD	Anteil	Mrd. USD	Anteil	Mrd. USD	Anteil
Q1 08	9.49	n/a	28.77	n/a	8.17	n/a
Q2 08	21.34	n/a	20.50	n/a	14.40	n/a
Q3 08	2.97	n/a	9.78	n/a	5.63	n/a
Q4 08	2.36	n/a	0.00	n/a	0.00	n/a
Q1 09	8.82	1.90	3.00	2.80	1.96	0.00
Q2 09	16.05	6.30	22.56	12.65	8.31	2.58
Q3 09	24.71	4.55	16.99	8.43	6.09	3.62
Q4 09	13.17	0.19	3.55	1.82	5.74	1.04
Q1 10e	21.35	0.09	1.51	0.86	3.49	1.81

Quelle: SIFMA , FRBNY

Positive Effekte zeigen sich auch bei CMBS. Verglichen mit dem in 2006 und 2007 jeweils die 200 Mrd. USD-Grenze übersteigenden Neuemissionsvolumen vor Ausbruch der Krise stellt sich der Neuemissionsvolumen-Erfolg des TALF-Programms in nackten Zahlen natürlich relativ bescheiden dar, 2009 waren es nur ca. 3 Mrd. Euro. Es erscheint jedoch zumindest fraglich, ob wir ohne TALF überhaupt CMBS-Neuemissionen gesehen hätten. Auf die bis dato einzige TALF-CMBS DDR 1 folgten drei weitere Transaktionen außerhalb von TALF. Somit scheint TALF ja doch eine gewisse Eisbrecher-Funktion für den Markt entfaltet zu haben. Hierdurch erhalten die Marktteilnehmer zumindest Orientierungspunkte für die künftige Preisfindung im Primär- und Sekundärmarkt. Größer war die Nachfrage bezüglich TALF-Krediten für Investments in Alt-CMBS mit kumulierten 13,2 Mrd. USD. Für CMBS mit einem

Eisbrecherfunktion bei CMBS

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

Spreadniveau von rund 200 Basispunkten ist die Refinanzierung über TALF auch nach wie vor interessant.

Am deutlichsten tritt ein TALF-Effekt bei den ABS wie auch den CMBS bei der Entwicklung der Spreads zu Tage. Jedenfalls hat sich das Spreadniveau schon nach der Ankündigung von TALF im November 2008 deutlich rückläufig entwickelt. Bei den CMBS – die ja erst später als zulässige Assetklasse aufgenommen wurden – hat sich der Effekt entsprechend zeitverzögert gezeigt. Die rechtsstehende Tabelle zeigt die Entwicklung. Wir gehen davon aus, dass es maßgeblich auf TALF und die hierdurch gespeiste Liquidität bzw. Liquiditätsvermutung zurück zu führen ist, dass die Spreads sich deutlich eingengt haben. Ebenso wichtig dürfte sich auf Investoren das Signal ausgewirkt haben, dass ABS und CMBS von einer so gewichtigen Institutionsgruppe wie dem Fed-System als unterstützenswert und damit als sinnvoll und notwendig klassifiziert wurde. Dadurch wird Investoren auch das Risiko genommen, organisationsintern oder auch öffentlich kritisiert zu werden, wenn sie ABS kaufen.

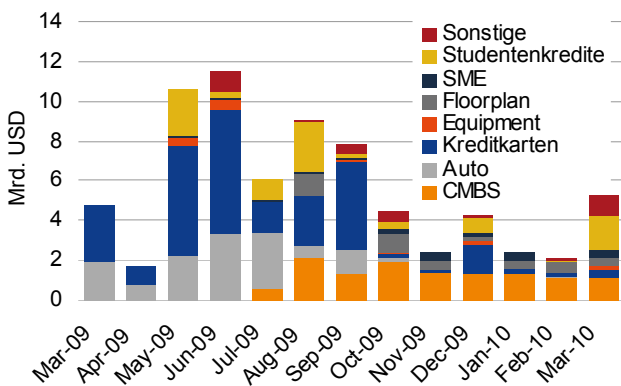
TALF & Spreads

	Autos	Kreditkarten	Studentenkredite	CMBS
Nov 2008	850	600	450	750
Juli 2009	120	170	80	225
März 2010	25	35	35	200

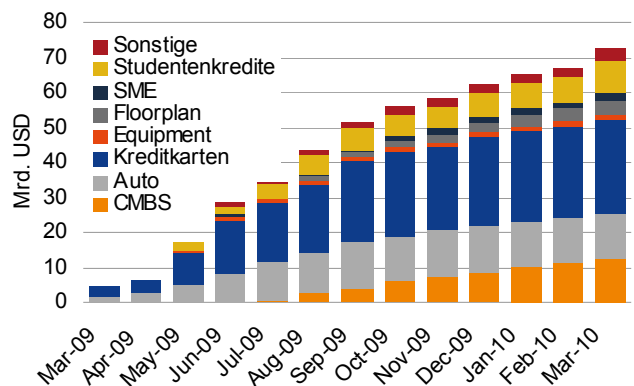
Die beiden folgenden Grafiken fassen alle durchgeführten TALF-Operationen (ABS und CMBS) zusammen. Bis Juni wird es lediglich für neue CMBS-Transaktionen noch drei weitere Auktionen geben. Die rechte Abbildung zeigt die Entwicklung auf kumulierter Basis. Etwa 85% der TALF-Darlehen basieren auf den ABS-Assetklassen Autos, Kreditkarten und Studentendarlehen sowie auf CMBS. Insgesamt ist der maximale TALF-Rahmen von 200 Mrd. USD mit lediglich 72 Mrd. USD (36%) ausgeschöpft worden. Doch dies sollte nicht negativ interpretiert werden. Erstens sind spürbare positive Effekte hinsichtlich der Marktstabilisierung, gemessen an Spreadniveau und Emissionsvolumen, erreicht worden. Zweitens war es überhaupt nicht möglich, in der schwierigen Phase Ende 2008 das notwendige Volumen auch nur halbwegs seriös abzuschätzen. Insofern ist die Vorgehensweise „lieber zuviel als zuwenig“ sinnvoll gewesen, zumal das hohe Volumen auch eine gewisse Signalwirkung mit sich gebracht hat. Und drittens ist der Markt – wie man am stark gefallen Spread sehen kann – schnell auf den Weg der Besserung gebracht worden.

Insgesamt wurden 200 Mrd. TALF-Darlehen abgerufen

MONATLICHE TALF-OPERATIONEN



KUMULIERTE TALF-INANSPRUCHNAHME



Quelle: FRBNY

Frank Cerveny, +49 (0) 69 7447-3818
Thorsten Lange, +49 (0) 69 7447-4760

NEWS – TICKER

News – Ticker

iTraxx-Tranchen werden seit dieser Woche mit Fixkupon gehandelt

Seit Montag, den 22. März, werden alle Tranchen der Serie 9 (und falls gehandelt der noch älteren Serien) des iTraxx Europe Main mit einem Fixcoupon und einer Upfront-Ausgleichszahlung gehandelt. Aufgrund der geringen Nachfrage wurden für die Serien 10 bis 12 keine Tranchen mehr gehandelt. Aus den aktuellen Händlerdiskussionen lässt sich jedoch ableiten, dass nunmehr wieder genügend Handelsinteresse vorliegt und somit eine ausreichende Liquidität für einen iTraxx-Tranchenhandel in der aktuellen Serie erwartet wird. Mit hoher Wahrscheinlichkeit kann daher davon ausgegangen werden, dass eine Aufnahme des Tranchenhandels für die Serie 13 unmittelbar bevorsteht.

Vor der Einführung des „Big Bang“- und „Small Bang“-Protokolls war die überwiegende Zahl der CDS mit Kontraktspreads in Höhe des Marktniveaus ausgestattet, so dass die während der Laufzeit zu zahlende Prämie (Par Spread) zum Abschlusszeitpunkt des CDS-Kontraktes zu einem neutralen Barwert führte. Zu verschiedenen Zeitpunkten abgeschlossene CDS auf einen Namen konnten dadurch unterschiedliche Spreadniveaus aufweisen, was eine Aufrechnung oder Zusammenfassung erschwerte. Die Einführung oben genannter Protokolle und geänderter Handelskonventionen im Zusammenhang mit fixierten einheitlichen Kontrakt-Coupons hat bei Single-Credit-CDS zur Transparenzerhöhung und Steigerung der Fungibilität und damit zur Möglichkeit des Positions-Nettings via zentraler Gegenparteien beigetragen (siehe unsere Publikationen „CDS 2.0 Prelude“ und „Small Bang – Die kleine Schwester vom großen Knall“).

Dies war beim Tranchenhandel bisher noch nicht der Fall. So wurden die Tranchen der Serie 9 des iTraxx Europe Main bisher gänzlich unterschiedlich ausgestattet. Einerseits hat man den unteren Tranchen (0-3%, 3-6% und 6-9%) fixierte CDS-Kontrakt-Coupons in Höhe von jeweils 500 Basispunkten (Bp) zugeordnet. Dadurch entstand jedoch eine Abweichung des Kontrakt-niveaus zum jeweils gehandelten Marktniveau, die durch eine anfängliche Einmalzahlung („Upfront Payment“) ausgeglichen werden musste. Da der Kontrakt-Coupon fixiert und für alle Marktteilnehmer bekannt war, reichte den Händlern für die eigentliche Quotierung der entsprechenden Index-Tranchen, also zur Preisfeststellung, die Angabe der Upfront-Zahlung. Diese wurde und wird auch weiterhin generell in Prozent des CDS-Nominals dargestellt. Alle weiteren Tran-

chen (9-12%, 12-22% und 22-100%) wurden andererseits komplett als Spread, also in Basispunkten quotiert.

Seit Montag, den 22. März, werden nun jedoch alle Tranchen der Serie 9 - und falls gehandelt, auch der noch älteren Serien - des iTraxx Europe Main mit einem Fixcoupon und einer Upfront-Ausgleichszahlung gehandelt (vgl. nachfolgende Tabelle). Dabei bleibt es für die Tranchen 0-3% und 3-6% wie bisher bei einem Kupon in Höhe von 500 Basispunkten, für die 6-9%-Tranche hat man sich stattdessen auf 300 Bp geeinigt. Diese Kupongröße ist für europäische CDS-Kontrakte („Standard European Contract“, kurz STEC) eigentlich nicht als Standard, sondern lediglich für Zwecke der Coupon-Umstellung vorgesehen. Dafür entspricht diese Höhe insbesondere beim siebenjährigen iTraxx der Serie 9 und einer gut fünfjährigen Restlaufzeit eher dem Marktniveau, wodurch größere Upfront Payments vermieden werden können. Gänzlich neu sind die Fixcoupons hingegen für die Senior-Tranchen (9-12%, 12-22% und 22-100%). Die beiden erstgenannten Tranchen weisen einen Kontraktspread von jeweils 100 Basispunkten und die Super-Senior-Tranche einen von lediglich 25 Basispunkten auf.

Tranche	Coupon in Bp.	Quotierung	Recovery (STEC)
0-3%	500	Upfront in %	-
3-6%	500	Upfront in %	-
6-9%	300	Upfront in %	-
9-12%	100	Spread in Bp.	0%
12-22%	100	Spread in Bp.	0%
22-100%	25	Spread in Bp.	40%

Zwar werden die Cash-Flows der einzelnen Tranchen nur dann eindeutig determiniert, wenn sowohl Kontraktspread als auch die Ausgleichszahlung bekannt sind (Bsp. 500 Bp. running + 7,5% Upfront), trotzdem findet man diese Quotierung in der Praxis eher selten. Aufgrund der bekannten Fixcoupons erfolgt daher die Quotierung der zwei Junior- und der Mezzanine-Tranchen (0-3%, 3-6% und 6-9%) durch die Händler in der Regel ohne explizite Berücksichtigung des Kontrakt-Coupons, also nur als prozentuale Upfront-Zahlung.

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

**News – Ticker
(Fortsetzung)**

Die Senior-Tranchen werden hingegen als „Par Spread“ (auch „all running“-Spread) quotiert, der somit sowohl den fixierten Coupon als auch die Ausgleichszahlung berücksichtigt. Eine Umrechnung erfolgt dabei, als ob ein Single-Credit-CDS nach STEC-Konventionen vorliegen würde. Zu Berücksichtigen ist dabei, dass bei der Super-Senior-Tranche eine Recovery von 40% und den beiden anderen Senior-Tranchen von 0% angenommen wird. Mit Hilfe eines Standard-CDS-Preismodells, wie auf der Bloomberg-CDSW-Seite oder im Internet auf www.markit.com/cds implementiert, können barwertneutral die Cashflows der Senior-Tranchen von „running Spread“ in Upfront und umgekehrt umgerechnet werden. Eine einfache Umsetzung des ISDA-Standard-Upfront-Modells findet sich auch auf der Bloomberg-Seite QCDS. Auch hier handelt es sich nicht um ein Tranchen- sondern Single-Credit-Modell, das aber unter Annahme fester Recovery Rates und einer flachen Spreadkurve bei der Umrechnung der genannten Quotierungsvarianten annähernd auf das selbe Ergebnis wie ein Standard-Tranchenmodell kommt.

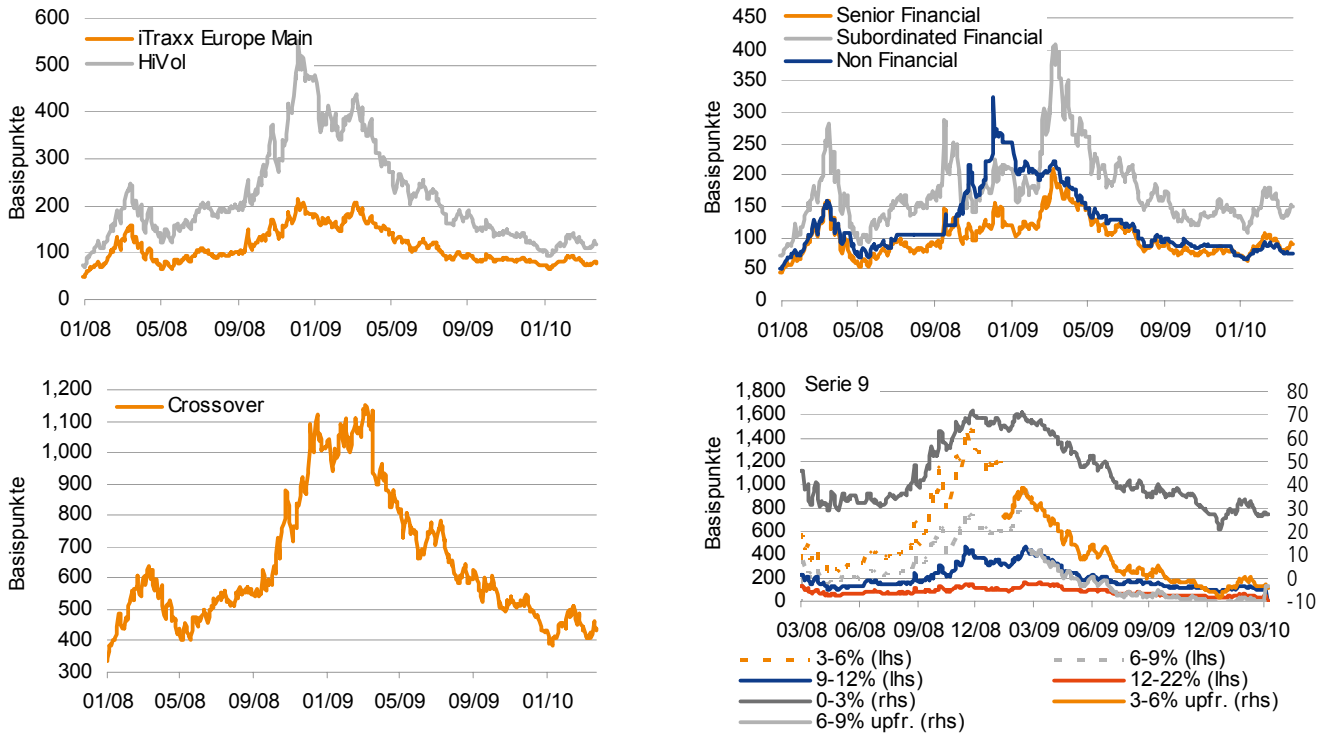
In den letzten beiden Jahren war das Referenzportfolio des iTraxx Europe Main der Serie 9 auch die Referenz für die einzigen einigermaßen liquide gehandelten iTraxx-Tranchen. Aus den aktuellen Händlerdiskussionen lässt sich jedoch ableiten, dass nunmehr wieder genügend Handelsinteresse vorliegt und somit eine ausreichend hohe Liquidität für einen iTraxx-Tranchenhandel in der aktuellen Serie erwartet wird. Mit hoher Wahrscheinlichkeit kann daher davon ausgegangen werden, dass eine Aufnahme des Tranchenhandels für die Serie 13 unmittelbar bevorsteht. Bereits für den kommenden Montag sind daher die ersten Tranchen-Transaktionen unter den neuen Handelskonventionen und dem Referenzportfolio der aktuellen iTraxx-Serie denkbar.

Unter Relative-Value-Gesichtspunkten wird insbesondere die Preisstellung der ehemals siebenjährigen Tranchen der Serie 9 und der nun fünfjährigen S13 - Tranchen (jeweils Fälligkeit 06/2015) interessant. Das Referenzportfolio der älteren Serie enthält einige Namen mit einem vergleichsweise schlechteren Rating und daher auch entsprechend höheren CDS-Spreads. Gegenläufig wirkt jedoch die geringere Spread-Dispersion (Verteilung), die eine höhere implizite Ausfallkorrelation und dadurch für die Senior-Tranchen der jüngeren Serie 13 im Vergleich zur S9 relativ gesehen weitere Spreadniveaus erwarten lässt. Insgesamt ist für die beiden Senior-Tranchen ein um rund 20% und für die Super-Senior-Tranche etwa 10% niedrigeres Spreadniveau der neuen Serie im Vergleich zur alten Serie auszugehen.

Insbesondere wenn sich der Spreadunterschied der beiden Serien in Grenzen hält, empfehlen wir konservativen Investoren den Tausch in die jeweils vergleichbare Seniortranche der neuen Serie.

ITRAXX IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Markit

0-3%, 3-6% und 6-9%-Tranche : angegebener Prozentwert upfront, zusätzlich 500 bzw. 300 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	71.4	-1.1	-0.7	-15.5	1.4	74.9	3.5	-0.9	-0.4	-14.3	1.0
HiVol	30	101.2	-4.8	-2.7	-24.8	6.0	108.2	7.0	-5.1	-2.6	-24.5	2.6
Crossover	50	334.3	-16.6	-14.0	-78.8	-24.9	399.5	65.2	-19.3	-17.0	-85.5	-35.1
Non-Financials	100	74.3	0.0	0.0	-14.3	2.7	78.1	3.7	2.4	1.9	-11.0	4.9
Financials Senior	25	82.5	4.3	6.9	-14.8	10.8	87.4	4.9	4.1	7.3	-13.0	12.9
Financials Subordinated	25	136.6	3.9	8.6	-25.7	7.2	142.8	6.2	2.6	7.9	-27.8	8.1

Tranche		Serie 9				
		Last Price	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate
0-3%	% Upf. +500 Bp p.a.	27.0	-0.3	-0.4	-6.3	0.0
3-6%	% Upf. +500 Bp p.a.	-4.1	-0.5	-0.6	-4.8	1.7
6-9%	% Upf. +500 [300] Bp p.a.	-3.8	6.2	6.3	4.6	6.5
9-12%	Spread in Basispunkte p.a.	103.7	4.6	4.5	-28.3	7.9
12-22%	Spread in Basispunkte p.a.	42.1	2.7	3.3	-9.9	6.6

Quelle: Markit

0-3%, 3-6% und 6-9%-Tranche : angegebener Prozentwert upfront, zusätzlich 500 bzw. 300 Basispunkte p.a.

ABS MARKT AUF EINEN BLICK

Asset-Klasse	Spread-Level AAA (indikativ)	Tendenz	Spread-Level BBB (indikativ)	Tendenz
RMBS				
Deutschland	n.a.	→		→
Spanien	220 – 450	↘		→
Italien	95 – 125	↘		→
Niederlande	95 – 125	→		→
UK Prime	120 – 140	→		→
UK Non-Conforming	250 – 480	↘		→
CMBS	450 – 700	→		→
ABS				
Consumer-ABS	180 – 280	↘		→
Lease-ABS	80 - 200	→		→
CDO				
SME CLO (SP – D)		→		→
High Yield (Leveraged Loan) CLO		→		→
Investment Grade CBO/CSO		→		→
CDO auf ABS/CDO		→		→

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

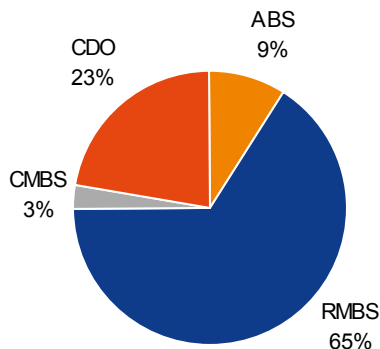
Händlerkommentar

- » Der Markt legte in der vergangenen Woche eine Verschnaufpause ein.
- » Nachdem in den 2 Wochen zuvor gerade VW Auto Loan ABS gehandelt worden sind und die Spreads sich hier verringerten, blieben die Renditeaufschläge nun stabil.
- » Auch die Ankündigung der holländischen Neuemission STORM 2010-1 hatte kaum Auswirkungen auf die Preise im Sekundärmarkt.

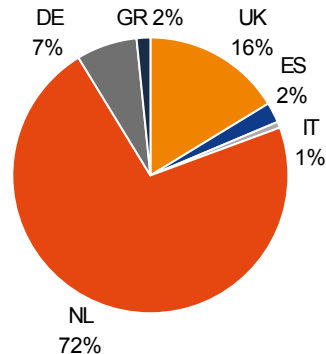
- » AAA geratete "alte" STORM Tranchen wurden im Markt bei +100bp bzw. +105bp gesucht.

DZ ABS Trading:
Christopher Schumann (Tel. 069/7447-90105)
Christiane Lorenscheit (Tel. 069/7447-7862)
Boris Kaminski (Tel. 069/7447-99166)
Lucia Kraus (Tel. 069/7447-90402)

ANTEIL DER ASSETKLASSEN 2010 Y-T-D



ANTEIL DER LÄNDER 2010 Y-T-D



Quelle: DZ BANK

AKTUELLE PIPELINE

Transaktion	Assetklasse	Land	Originator	Struktur	Spread (Bp.) / WAL (Jahre)					Vol. (Mio.)	Mrd. Euro
					AAA	AA	A	BBB	BB		
AyT Andaluca FT Empresas Cajamar	SME CLO	ES	Cajamar	TS	tbd	n/a	tbd	tbd	tbd	EUR 300,0	0,3
Storm 2010	RMBS	NL	Obvion NV		tbd	tbd	tbd	tbd	n/a	EUR 1.000,0	1,0
Successor X 2010-1	Cat Bond	EU	Swiss Re	TS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	USD tbd	n/a
Summe ABS											0,0
Summe MBS											1,0
Summe CDO											0,3
Summe Pipeline Gesamt											1,3

NEUEMISSIONEN

Transaktion	Assetklasse	Land	Originator	Volumen (Mio.)	Mrd. Euro
ABS					
Driver Seven GmbH	Auto ABS	DE	Volkswagen Bank GmbH	EUR 519,1	0,52
Wales & West Utilities Finance plc	Sonstige ABS (PFI)	UK	Wales & West Utilities Holding Limited	GBP 515	0,46
MBS					
Dutch MBS XV	RMBS	NL	NIBC Bank	EUR 750,0	0,75
Dolphin Master Issuer Series 2010-1	RMBS	NL	Fortis Bank (Nederland) N.V.	EUR 3.000,0	3,00
CDO					
Valhalla I SA	CLO	DK	Arbejdernes Landsbank, Den Jyske Spar-kasse, Max Bank, Ostjyds Bank, Skjern Bank, Sparekassen Sjaelland und Tonder Bank	EUR 750,0	0,75
Summe					5,48

ABS

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Driver Seven GmbH	A	EUR	500.0	1.86	1mE	70	NR	AAA	AAA
Bloomberg	DRVON 7	B	EUR	19.1	2.16	1mE	165	NR	A+	A+
Assetklasse	Auto ABS									
Land	Deutschland									
Originator	Volkswagen Bank GmbH									
Volumen	EUR 519,1 Mio.									
Pricing	17.03.2010									

- Pool aus 38.305 Autokrediten (keine Restwerte) im durchschnittlichen Volumen von EUR 13.053.

- Seasoning 9,7 Monate

- Anteil Neu- zu Gebrauchtfahrzeugen: 60,6%/39,4%; Geschäfts- zu Privatkunden: 25,8% zu 74,2%

Transaktion	Wales & West Utilities Finance plc	A	GBP	300	n/a	UKT	130	NR	A-	A-
Bloomberg	tbd	B	GBP	115	n/a	UKT	310	NR	BBB	BBB
Assetklasse	Sonstige ABS (PFI/WBS)									
Land	Großbritannien									
Originator	Wales & West Utilities Holding Limited									
Volumen	GBP 515 Mio.									
Pricing	25.03.2010									

- keine weiteren Informationen verfügbar

Quelle: DZ BANK

RMBS & CMBS

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Dutch MBS XV	A1	EUR	182,1	2	1mE	110	Aaa	AAA	NR
Bloomberg	DUTCH 2010-15	A2	EUR	530,6	5	1mE	150	Aaa	AAA	NR
Assetklasse	RMBS	B	EUR	11,2	5	1mE	200	Aa2	AA+	NR
Land	Niederlande	C	EUR	10,5	5	1mE	300	A1	A	NR
Originator	NIBC Bank	D	EUR	10,4	5	1mE	400	Baa2	BBB	NR
Volumen	EUR 750,0 Mio.	E	EUR	1,5	5	1mE	450	Ba1	BB+	NR
Pricing	16.03.2010	F	EUR	3,8	0.6	1mE	500	NR	NR	NR

- Pool aus 8.586 Hypothekendarlehen an 4.180 Kreditnehmer

- WA Seasoning 63 Monate

- WA LTMV: 73%

Transaktion	Dolphin Master Issuer Series 2010-1	A1	EUR	3.000	5	3mE	112	Aaa	AAA	AAA
Bloomberg	tbd	A2	EUR	2.279	n/a	3mE	112	Aaa	AAA	AAA
Assetklasse	RMBS	A3	EUR	1.000	n/a	3mE	115	Aaa	AAA	AAA
Land	NL	A4	EUR	1.000	n/a	3mE	115	Aaa	AAA	AAA
Originator	Fortis Bank (Nederland) N.V.	B	EUR	172,2	n/a	3mE	200	Aa3	AA	AA
Volumen	EUR 7.897 Mio.	C	EUR	203,5	n/a	3mE	300	A2	A	A
Pricing	25.03.2010	D	EUR	172,2	n/a	3mE	400	Baa2	BBB	BBB
		E	EUR	70,5	n/a	3mE	500	NR	NR	NR

- Die A1-Tranche wurde privat plaziert

Quelle: DZ BANK

CDO

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Valhalla I SA	A	EUR	750	n/a	3mE	35	Aaa	NR	AAA
Bloomberg	tbd									
Assetklasse	CLO									
Land	Dänemark									
Originator	Arbejdernes Landsbank, u.a.									
Volumen	EUR 750,0 Mio.									
Pricing	19.03.2010									

- 3-jähriger Bond mit pass-through-Struktur, der Bankdarlehen von 7 dänischen Banken verbrieft

- Die Anleihe ist mit einer Staatsgarantie Dänemarks ausgestattet.

Quelle: DZ BANK

AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
18.03.2010	AEOLOS 1	A	S&P	Affirmation	BBB+/ Watch negative	BBB+
ABS	Griechenland					
	AEOLO 1					
18.03.2010	TANEO 1	A	S&P	Affirmation	BBB+/ Watch negative	BBB+
ABS	Griechenland					
	TANEO 1					
26.03.2010	BUSINESS MORTGAGE FINANCE 1	B	Fitch	Upgrade	AA-	AA
CMBS	Großbritannien					
	BUMF 1					
26.03.2010	BUSINESS MORTGAGE FINANCE 2	B	Fitch	Upgrade	BBB+	A
CMBS	Großbritannien					
	BUMF 2					
26.03.2010	FLEET STREET FINANCE 2	A	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	A3
CMBS	Deutschland					
	FLTST 2					
23.03.2010	ARRAN RESIDENTIAL MORTGAGES FUNDING 2006-1	BA	S&P	Upgrade	AA/ Watch positive	AAA
RMBS	Großbritannien	BC	S&P	Upgrade	AA/ Watch positive	AAA
	ARRMF 2006-1X	CA	S&P	Upgrade	A/ Watch positive	AA-
		CC	S&P	Upgrade	A/ Watch positive	AA-
		DC	S&P	Affirmation	BBB/ Watch positive	BBB
23.03.2010	PATRIMONIO UNO 2006-1	E	S&P	Affirmation	A+/ Watch negative	A+
CMBS	Italien	F	S&P	Affirmation	A/ Watch negative	A
	PTRMO 2006-1					
23.03.2010	PELICAN MORTGAGES 2	B	S&P	Affirmation	AA-/ Watch positive	AA-
RMBS	Portugal	C	S&P	Upgrade	BBB/ Watch positive	A-
	PELIC 2					
22.03.2010	FLEET STREET FINANCE 2	A	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	BBB
CMBS	Deutschland	B	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BB
	FLTST 2	C	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	CCC
		D	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	CCC-
19.03.2010	TITAN EUROPE 2007-3	A1	S&P	Downgrade	AA	A/ Watch negative
CMBS	Großbritannien	A2	S&P	Downgrade	BBB	BB/ Watch negative
	TITN 2007-3X	B	S&P	Downgrade	BBB-	B-
		C	S&P	Downgrade	B	CCC-
		D	S&P	Downgrade	CCC-	D
		X	S&P	Downgrade	AA	A/ Watch negative
18.03.2010	EUROSAIL 2007-1	DAC	S&P	Downgrade	AAA	NR
RMBS	Großbritannien	E1C	S&P	Downgrade	CCC	D
	ESAIL 2007-1X	ETC	S&P	Downgrade	CCC	D
18.03.2010	TITAN EUROPE 2006-1	C	S&P	Downgrade	AA-/ Watch negative	A-
CMBS	Deutschland	D	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	BB-
	TITN 2006-1X	E	S&P	Downgrade	B+	CCC
		F	S&P	Downgrade	B+	CCC
		G	S&P	Downgrade	B-	CCC-
		H	S&P	Downgrade	B-	CCC-

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
16.03.2010	OPERA UN	A	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	Baa2
CMBS	Niederlande					
	OPERA UNI					
16.03.2010	TITAN EUROPE 2005-CT2	E	Fitch	Downgrade	A	BB
CMBS	Großbritannien	F	Fitch	Downgrade	BB	CCC
	TITN 2005-CT2A					
15.03.2010	FOSSE MASTER ISSUER 2010-1	A1	Fitch	Upgrade	AAE	AAA
RMBS	Großbritannien	A2	Fitch	Upgrade	AAE	AAA
	FOSSM 2010-1	Z	Fitch	Upgrade	AAE	AAA
15.03.2010	WINDERMERE CMBS XII-X	A	Fitch	Affirmation	BBB-/ Watch negative	BBB-
CMBS	Frankreich	B	Fitch	Affirmation	B/ Watch negative	B
	WINDM XII-X					
12.03.2010	EMC 4	A	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A
CMBS	Europa	B	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	BBB
	EMC 4	C	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BB
		D	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	B
		E	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	B-
		X	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A
12.03.2010	EUROPEAN LOAN CONDUIT 24	A	Moody's	Downgrade	Aa1/ Watch negative	Aa3
CMBS	Großbritannien					
	EURO 24X					
12.03.2010	INTRA MORTGAGE FINANCE 1	B	S&P	Upgrade	A+	AA+
CMBS	Italien	C	S&P	Upgrade	BBB	A
	INTRA 1					
24.03.2010	GOLDEN BAR SECURITISATION SRL SERIES 2008-1	A	Moody's	Downgrade	Aaa	WR
CDO	Italien	B	Moody's	Downgrade	A3	WR
	GOLDB 2008-1	C	Moody's	Downgrade	Ba3	WR
23.03.2010	FTPYME BANKINTER 2007-3	A1	Moody's	Downgrade	Aaa	WR
CLO	Spanien					
	BANKI 2007-3					
23.03.2010	FTPYME SANTANDER 1	B2	Moody's	Upgrade	Aa2	Aa1
CLO	Spanien	C	Moody's	Upgrade	A2	Aa3
	SANFT 1	D	Moody's	Downgrade	Baa1/ Watch negative	Ba3
23.03.2010	FTPYME TDA 5	3SA	Fitch	Affirmation	BBB/ Watch negative	BBB
CLO	Spanien					
	PYME 5					
23.03.2010	TREVI FINANCE 3	B	S&P	Upgrade	AA	AAA
CDO	Italien					
	TREVI 3					
22.03.2010	BBVA LEASING FTA 2007-1	A1	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Baa3
CLO	Spanien	A2	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Baa3
	BBVAL 2007-1	B	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Ca
		C	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	C
22.03.2010	HOUSE OF EUROPE IV	A1	Moody's	Downgrade	A2	Ba2
CDO	Europa	A2	Moody's	Downgrade	Caa3	Ca
	HOEF IV					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
22.03.2010	HOUSE OF EUROPE V	A1	Moody's	Downgrade	Ba2	B1
CDO	Europa HOEF V					
19.03.2010	BBVA CONSUMO FTA 2006-1	A	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
CDO	Spanien BBVAC 2006-1	B C	Moody's Moody's	Affirmation Affirmation	A2/ Watch negative Ba2/ Watch negative	A2 Ba2
18.03.2010	ALEXANDRIA CAPITAL HIML	AE1	S&P	Upgrade	CCC/ Watch positive	CCC+
CDO	Global ALEX HIML	AE2	S&P	Upgrade	CCC/ Watch positive	CCC+
17.03.2010	OAK HILL EUROPEAN CREDIT PARTNERS 2006-1	S	S&P	Affirmation	A/ Watch negative	A
CDO	Global OHECP 2006-1X					
17.03.2010	SMILE SECURITISATION COMPANY 01	B2	S&P	Upgrade	AA	AAA
CLO	Niederlande SMILE 01	C2	S&P	Upgrade	A	A+
16.03.2010	ACA EURO CLO 2007-1	A1T	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA
CLO	Global ACAEC 2007-1X	A2 B C D E	S&P S&P S&P S&P S&P	Downgrade Downgrade Downgrade Downgrade Downgrade	AAA/ Watch negative AA/ Watch negative A/ Watch negative BBB/ Watch negative BB/ Watch negative	A+ BBB+ BB+ CCC+ CCC-
16.03.2010	CAIRN CLO 2006-1	A2	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA+
CLO	Europa CRNCL 2006-1X	A3 A4 B C D E	S&P S&P S&P S&P S&P S&P	Downgrade Downgrade Downgrade Downgrade Downgrade Downgrade	AAA/ Watch negative AAA/ Watch negative AAA/ Watch negative AA/ Watch negative A/ Watch negative BBB-/ Watch negative BB-/ Watch negative	AA+ AA+ AA A- BB+ B+ B-
16.03.2010	CAIRN CLO 2007-2	A1E	S&P	Affirmation	AAA/ Watch negative	AAA
CLO	Europa CRNCL 2007-2X	A1S A2 B C D E	S&P S&P S&P S&P S&P S&P	Affirmation Downgrade Downgrade Downgrade Downgrade Downgrade	AAA/ Watch negative AAA/ Watch negative AA/ Watch negative A/ Watch negative BBB-/ Watch negative BB-/ Watch negative	AAA A+ BBB+ BB+ B+ CCC-
16.03.2010	CAIRN EURO ABS CDO 2007-1	A3	S&P	Downgrade	BBB	BBB-
CDO	Europa CABSE 2007-1X	B C	S&P S&P	Downgrade Downgrade	BB B	B+ CCC+
16.03.2010	COPERNICUS EURO CDO 1	B1	S&P	Affirmation	A-/ Watch negative	A-
CDO	Europa COPRN 1X	B2	S&P	Affirmation	A-/ Watch negative	A-
16.03.2010	DALRADIAN EUROPEAN CLO 4-A	A	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	BBB+
CLO	Europa DALRA 4-A	B C D E	S&P S&P S&P S&P	Downgrade Downgrade Downgrade Downgrade	AA/ Watch negative A/ Watch negative BBB-/ Watch negative BB-/ Watch negative	BB+ CCC- CCC- CCC-

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
16.03.2010	DALRADIAN EUROPEAN CLO 4-X	A	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	BBB+
CLO	Europa	B	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	BB+
	DALRA 4-X	C	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	CCC-
		D	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	CCC-
		E	S&P	Downgrade	BB-/ Watch negative	CCC-
16.03.2010	ELEX ALPHA 2006-1	A1R	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A+
CLO	Global	A2	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A+
	ELEXA 2006-1X	B	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	BBB+
		C	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BB+
		D	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	B
		E	S&P	Downgrade	BB-/ Watch negative	CCC-
16.03.2010	EUROCREDIT CDO VII-A	A	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA-
CDO	Europa	B	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	A-
	EUROC VII-A	C	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BBB-
		D	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	BB
		E	S&P	Downgrade	BB-/ Watch negative	CCC+
		VFN	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA-
16.03.2010	EUROCREDIT CDO VII-X	A	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA-
CDO	Europa	B	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	A-
	EUROC VII-X	C	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BBB-
		D	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	BB
		E	S&P	Downgrade	BB-/ Watch negative	CCC+
		VFN	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA-
16.03.2010	GROSVENOR PLACE CLO I-A	A2	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA
CLO	Global	A4	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A+
	GROSV I-A	B	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	BBB
		C	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BB+
		D	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	BB-
		E	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	B+
16.03.2010	GROSVENOR PLACE CLO II-	A3A1	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A-
CLO	Global					
	GROSV II-A					
16.03.2010	GROSVENOR PLACE CLO II-A	A1A	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A-
CLO	Global	A1B	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A-
	GROSV II-A	A2	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A-
		A3B	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A-
		A4	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A-
		B	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	BBB-
		C	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BB+
		D	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	B-
		E	S&P	Downgrade	BB-/ Watch negative	CCC+
		P	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A+

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
16.03.2010	GROSVENOR PLACE CLO III-A	A1	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA-
CLO	Global	A2A	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA-
	GROSV III-A	A2B	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA-
		A3	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	BBB+
		B	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	BBB-
		C	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BB+
		D	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	B
		E	S&P	Downgrade	BB-/ Watch negative	CCC
		P	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A+
16.03.2010	HARBOURMASTER CLO 11	A1	S&P	Affirmation	AAA/ Watch negative	AAA
CLO	Global	A2	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA+
	HARBM 11X	A3	S&P	Downgrade	AA+/ Watch negative	A-
		A4	S&P	Downgrade	A+/ Watch negative	B+
		B	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	CCC-
16.03.2010	HARBOURMASTER CLO 7	A1	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA+
CLO	Global					
	HARBM 7X					
16.03.2010	HARBOURMASTER CLO 8	A1	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA+
CLO	Global					
	HARBM 8X					
16.03.2010	HARBOURMASTER CLO 9	A1T	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A+
CLO	Global					
	HARBM 9X					
16.03.2010	LEOPARD CLO III-A	A1	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA-
CLO	Global	B	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	A-
	LEOP III-A	C1	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BBB-
		C2	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BBB-
		D	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	B+
		E1	S&P	Downgrade	BB-/ Watch negative	CCC+
		E2	S&P	Downgrade	BB-/ Watch negative	CCC+
16.03.2010	LEOPARD CLO IV-X	A	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA-
CLO	Global	B	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	A-
	LEOP IV-X	C1	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BBB-
		C2	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BBB-
		D	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	BB
		E	S&P	Downgrade	BB-/ Watch negative	B
		R	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	BB
		Z	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	A+
16.03.2010	OAK HILL EUROPEAN CREDIT PARTNERS 2006-1	A	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA+
CDO	Global	B	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	AA-
	OHECP 2006-1X	C1	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BBB+
		C2	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BBB+
		D	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	BB+
		E	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	B-
		Q	S&P	Downgrade	BBB+/ Watch negative	BBB-

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
16.03.2010	PARTHOLON CDO I	A1	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A-
CDO	Global	A3	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A-
	PARTH IX	B1	S&P	Downgrade	AA-/ Watch negative	BB+
		B2	S&P	Downgrade	AA-/ Watch negative	BB+
		B3	S&P	Downgrade	AA-/ Watch negative	BB+
		C1	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	CCC-
		C2	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	CCC-
		P	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	NR
		R	S&P	Downgrade	AA-/ Watch negative	BB+
16.03.2010	PYME TDA CAM 6	A1	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa1
CLO	Spanien	A2	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa2
	TDCAM 6	B	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Baa3
		C	Moody's	Downgrade	Ba3/ Watch negative	Caa3
16.03.2010	VINTAGE CAPITAL 1	B	Fitch	Upgrade	CCC	BB
CDO	Global	C	Fitch	Downgrade	CC	C
	VINTG 1					
15.03.2010	GRAPHITE MORTGAGES 2005-2	A2	S&P	Downgrade	AAA	AA+
CSO	Großbritannien	B	S&P	Downgrade	AA+	AA-
	GRAPH 2005-2	C	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	A-
		D1	S&P	Downgrade	BBB+/ Watch negative	BB+
		D2	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	B+
		E	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	B-
15.03.2010	GRAPHITE MORTGAGES 2006-1	A	S&P	Downgrade	AAA	AA+
CSO	Großbritannien	B	S&P	Downgrade	AA-	A-
	GRAPH 2006-1	C1	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BBB-
		C2	S&P	Downgrade	A-/ Watch negative	BB+
		D1	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	B+
		D2	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	B-
		E	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	CCC
12.03.2010	FTA SANTANDER EMPRESAS 3	A2	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
CLO	Spanien	A3	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
	SANTM 3	B	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	Aa3
		C	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Baa3
		D	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	B3
		E	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	Ca

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 2010
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 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 geocvert 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 gelten, 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 berechnigte Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (*Professional Clients*) entsprechend der Definition dieser Begriff-

fe 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 auszu-schließen. 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 berechnigt, 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	HELLENIC REPUBLIC	08.06.2009	Underperformer	THYSSENKRUPP AG	12.02.2010	Marketperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	03.03.2010	Outperformer	HSBC HOLDINGS PLC	01.03.2010	Marketperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	01.03.2010	Underperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	06.08.2009	Marketperformer	HYPO REAL ESTATE HLDG AG	03.06.2009	Marketperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	13.05.2009	Marketperformer
ALPHA BANK AE	04.03.2010	Outperformer	IBERDROLA S.A.	22.10.2009	Marketperformer	UNITED MEXICAN STATES	27.04.2009	Underperformer
ARCELOR MITTAL S.A.	10.12.2009	Outperformer	IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG	27.11.2009	Marketperformer	VATTENFALL AB	17.12.2009	Underperformer
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	01.03.2010	Underperformer	IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG	09.07.2009	Underperformer	VATTENFALL AB	30.07.2009	Marketperformer
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	26.02.2010	Marketperformer	ING BANK NV	17.02.2010	Marketperformer	VEOLIA ENVIRONNEMENT	17.12.2009	Outperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	09.07.2009	Marketperformer	INTESA SANPAOLO SPA	01.03.2010	Marketperformer	VOLKSWAGEN AG	17.08.2009	Outperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	28.04.2009	Underperformer	INTESA SANPAOLO SPA	06.07.2009	Underperformer			
BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA	11.02.2010	Underperformer	JPMORGAN CHASE & CO	09.07.2009	Marketperformer			
BANCO POPULAR ESPANOL	26.01.2010	Underperformer	KINGDOM OF BELGIUM	08.10.2009	Marketperformer			
BANCO POPULAR ESPANOL	09.07.2009	Marketperformer	KINGDOM OF BELGIUM	02.07.2009	Outperformer			
BANK OF AMERICA CORP	09.07.2009	Marketperformer	KINGDOM OF SPAIN	05.11.2009	Marketperformer			
BANK OF IRELAND	04.03.2010	Outperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	03.09.2009	Marketperformer			
BANQUE FED. DU CREDIT MUTUEL	01.03.2010	Marketperformer	KONINKLIJKE (ROYAL) KPN NV	04.11.2009	Marketperformer			
BARCLAYS BANK PLC	16.02.2010	Marketperformer	LANDESBANK BADEN-WUERTTEMBERG	04.03.2010	Marketperformer			
BASF SE	25.02.2010	Marketperformer	LINDE AG (The Linde Group)	19.03.2010	Outperformer			
BAYERISCHE LANDESBANK	09.07.2009	Underperformer	LINDE AG (The Linde Group)	10.12.2009	Marketperformer			
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	15.12.2009	Outperformer	LINDE AG (The Linde Group)	05.05.2009	Outperformer			
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	04.11.2009	Marketperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	01.03.2010	Outperformer			
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	06.10.2009	Outperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	09.07.2009	Marketperformer			
BERTELSMANN AG	31.08.2009	Marketperformer	MAXINGVEST AG (Tchibo)	10.12.2009	Marketperformer			
BERTELSMANN AG	12.05.2009	Underperformer	MEDIOBANCA SPA	01.03.2010	Marketperformer			
BNP PARIBAS	17.02.2010	Marketperformer	MEDIOBANCA SPA	09.07.2009	Underperformer			
BOSCH GMBH	15.12.2009	Outperformer	MORGAN STANLEY	09.07.2009	Marketperformer			
CAISSE CENTRALE DESJARDINS DU QUEBEC	09.07.2009	Marketperformer	MORGAN STANLEY	09.04.2009	Underperformer			
CAISSE CENTRALE DU CREDIT IMMOBILIER DE FRANCE	09.07.2009	Underperformer	NIBC BANK NV	07.08.2009	Marketperformer			
CAIXA ECONOMICA MONTEPIO GERAL	09.07.2009	Marketperformer	NORD/LB	04.03.2010	Marketperformer			
CONTINENTAL AG	08.01.2010	Marketperformer	NORDEA BANK AB	01.03.2010	Outperformer			
CREDIT AGRICOLE SA	11.11.2009	Marketperformer	NORDEA BANK AB	10.02.2010	Underperformer			
CREDIT AGRICOLE SA	09.07.2009	Underperformer	OTP BANK PLC	13.11.2009	Underperformer			
CREDIT MUTUEL ARKEA	09.07.2009	Underperformer	OTP BANK PLC	09.07.2009	Marketperformer			
CREDIT SUISSE GROUP AG	09.07.2009	Marketperformer	POHIOLA BANK PLC	01.03.2010	Outperformer			
CREDIT SUISSE GROUP AG	24.04.2009	Outperformer	POHIOLA BANK PLC	12.10.2009	Marketperformer			
CZECH REPUBLIC	16.09.2009	Marketperformer	POHIOLA BANK PLC	06.08.2009	Underperformer			
Casino Guichard Perrachon SA	04.02.2010	Marketperformer	POHIOLA BANK PLC	09.07.2009	Marketperformer			
Casino Guichard Perrachon SA	16.11.2009	Outperformer	POHIOLA BANK PLC	07.05.2009	Underperformer			
DANSKE BANK A/S	04.02.2010	Underperformer	PORSCHE AG	17.08.2009	Outperformer			
DEUTSCHE BAHN AG	20.08.2009	Marketperformer	PORSCHE AG	23.07.2009	Marketperformer			
DEUTSCHE BANK AG	05.02.2010	Marketperformer	PORSCHE AG	14.05.2009	Underperformer			
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	04.03.2010	Marketperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	05.11.2009	Marketperformer			
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	09.07.2009	Underperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	02.07.2009	Outperformer			
DEUTSCHE POST AG	10.12.2009	Outperformer	RABOBANK NEDERLAND	04.03.2010	Underperformer			
DEUTSCHE TELEKOM AG	22.04.2009	Marketperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	15.12.2009	Underperformer			
DNB NORBANK ASA	01.03.2010	Outperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	26.05.2009	Marketperformer			
DNB NORBANK ASA	11.02.2010	Marketperformer	REPUBLIC OF COLOMBIA	16.09.2009	Marketperformer			
DNB NORBANK ASA	22.10.2009	Outperformer	REPUBLIC OF HUNGARY	24.07.2009	Outperformer			
DNB NORBANK ASA	06.05.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF IRELAND	08.10.2009	Outperformer			
E.ON AG	13.05.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF LATVIA	17.03.2010	Outperformer			
EFG EUROBANK ERGASIAS SA	04.03.2010	Outperformer	REPUBLIC OF LITHUANIA	17.03.2010	Marketperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE (E.D.F.)	12.11.2009	Underperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	03.11.2009	Marketperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE (E.D.F.)	30.07.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF TURKEY	18.12.2009	Outperformer			
ENBW	13.11.2009	Marketperformer	ROCHE HOLDING AG	24.07.2009	Marketperformer			
ENBW	11.05.2009	Underperformer	ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC	25.01.2010	Outperformer			
ENEL S.p.A.	17.09.2009	Outperformer	RWE AG	20.11.2009	Underperformer			
ENEL S.p.A.	13.05.2009	Marketperformer	RWE AG	30.07.2009	Marketperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	26.02.2010	Marketperformer	SANOFI-AVENTIS S.A.	11.02.2010	Marketperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	15.12.2009	Underperformer	SANOFI-AVENTIS S.A.	29.04.2009	Outperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	30.10.2009	Outperformer	SEB AB	21.10.2009	Underperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	09.07.2009	Marketperformer	SNS BANK NEDERLAND	11.11.2009	Marketperformer			
EUROHYPO AG	09.04.2009	Underperformer	SNS BANK NEDERLAND	09.07.2009	Outperformer			
EUROHYPO AG	07.04.2009	Marketperformer	SOCIETE GENERALE	18.02.2010	Marketperformer			
EWE AG	07.05.2009	Underperformer	SUEDZUCKER AG	30.04.2009	Outperformer			
FEDERAL REP OF GERMANY	05.11.2009	Underperformer	SVENSKA HANDELSBANKEN	01.03.2010	Outperformer			
FRANCE TELECOM	16.12.2009	Underperformer	SVENSKA HANDELSBANKEN	18.02.2010	Marketperformer			
FRENCH REPUBLIC	07.05.2009	Marketperformer	TELECOM ITALIA S.P.A.	01.10.2009	Outperformer			
FRESENIUS SE	24.02.2010	Marketperformer	TELECOM ITALIA S.P.A.	11.05.2009	Marketperformer			
GDF SUEZ S.A.	05.05.2009	Marketperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	16.12.2009	Marketperformer			
GOLDMAN SACHS GROUP INC	22.01.2010	Outperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	25.05.2009	Underperformer			
HELLENIC REPUBLIC	08.10.2009	Outperformer	TELIASONERA AB	16.12.2009	Underperformer			
			TELIASONERA AB	01.10.2009	Marketperformer			

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

Peter Droste, CCrA	Analyst ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 35 96	peter.droste@dzbank.de
Frank Cerveny, CIIA / CEFA	Leiter Research ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 38 18	frank.cerveny@dzbank.de
Thorsten Lange, CIIA / CEFA	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

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 Retailsales Süd	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 47 31	Ralph Posselt
	Gruppenleiter Vertrieb Produktlösungen	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 36 7	Markus Reitmeier
	Gruppenleiter Handel Zinsprodukte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 68 20	Samuel Siegmann
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	N.N.
	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 Nordasien	+ 85 2 – 28 64 – 33 18	Chin Yee Aw
	Gruppenleiter Südasien	+ 65 – 65 80 – 16 28	Anand Subramanian
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