

ABS & STRUCTURED CREDITS

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Asset Backed Watcher

Top story: „Dodd-Frank-Act und die ABS-Welt“

- » Mit dem „The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“ wurde letzte Woche die umfassendste Finanzreform in den USA seit den 30er Jahren in Kraft gesetzt. Wir skizzieren unsere erste Einschätzung der potenziellen Implikationen des Gesetzespakets primär für den US-amerikanischen Verbriefungsmarkt, schlagen teilweise aber auch die Brücke nach Europa.

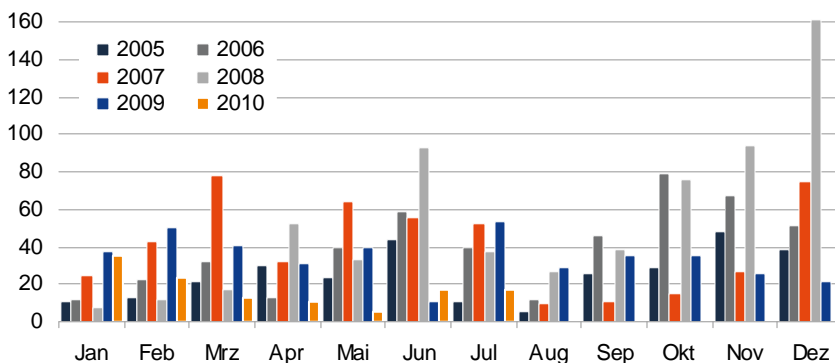
Newsticker

- » Auto ABS bleiben weiterhin gefragt.

Primär- und Sekundärmarkt

- » Auch der ABS-Markt profitierte vom besseren Sentiment nach Veröffentlichung der Ergebnisse der Banken-Stress-Tests. Am Primärmarkt wurden 9 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von über 40 Mrd. Euro emittiert.
- » Am Sekundärmarkt herrschte wie in den Vorwochen rege Nachfrage nach kurzen holländischen und UK Prime RMBS sowie Auto Loans. In diesen Segmenten engten sich die Spreads weiter ein.

EMISSIONSVOLUMEN DES EUROPÄISCHEN STRUCTURED FINANCE MARKTES



Quelle: DZ BANK

ANLEIHEN

Vierzehntäglich
30.7.2010

INHALT

DODD- FRANK-ACT UND DIE ABS-WELT	2
NEWS – TICKER	7
Deutsche Auto ABS bleiben gefragt	7
ITRAXX IM ÜBERBLICK	8
ABS-MARKT IM ÜBERBLICK (1)	9
ABS-MARKT IM ÜBERBLICK (2)	10
AKTUELLE PIPELINE	11
NEUEMISSIONEN	11
ABS	12
RMBS & CMBS	13
CDO	15
AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN	16
IMPRESSUM	22

DODD-FRANK-ACT UND DIE ABS-WELT

In USA hat letzte Woche die Umsetzung der US-amerikanischen Finanzreform eine wahre Schockstarre am amerikanischen Verbriefungsmarkt ausgelöst. Präsident Obama unterzeichnete am Mittwoch, den 21.07.2010, das über 2000 Seiten große Gesetzeswerk („The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“; DFA). Ziel ist es u.a. hierdurch zukünftige Finanzkrisen zu vermeiden und so „den US-Steuerzahlern die Kosten für die Rettung von Banken zu ersparen“. Das DFA gilt als die umfassendste Finanzreform der USA seit dem „New Deal“ in den 30er Jahren und ist nach der Gesundheitsreform die zweite große Reform Präsident Obamas. Seinen Namen verdankt das DFA dem Vorsitzenden des Finanzdienstleistungsausschusses im Repräsentantenhaus, Barney Frank, und Chris Dodd, dem Vorsitzenden des Bankausschusses im Senat. Synoptische Zusammenfassungen und Rezensionen des DFA fokussieren auf die Kernelemente des Gesamtpakets, wie beispielsweise die Bankenregulierung oder den Verbraucherschutz. Wir wollen in dieser Ausgabe des Asset-Backed Watchers unsere erste Einschätzung von den potenziellen Implikationen des DFA für die Verbriefungswelt skizzieren.

„Wall Street reloaded“

Aussagen über die Auswirkungen des Gesetzeswerks sind zum heutigen Zeitpunkt jedoch grundsätzlich mit dem Problem konfrontiert, dass die Auslegung und Ausgestaltung der verschiedenen Einzelregelungen in der Folge noch von den zahlreichen betroffenen Regulierungsbehörden durch konkrete Vorgaben „mit Leben gefüllt“ werden müssen. Hierfür ist u.a. auch die vorherige Durchführung von mehr als 40 Studien und Untersuchungen zu diversen Themenstellungen durch die Aufsichtsbehörden erforderlich. Bis zur Implementierung der neuen Regelungen können daher teilweise noch mehrere Jahre vergehen. Entsprechend stehen nachfolgende Aussagen unter Vorbehalt und stellen auch keine juristische Analyse dar. Bei der Beurteilung der Implikationen des DFA für den Verbriefungsmarkt ist grundsätzlich zwischen direkten Eingriffen und mittelbaren Auswirkungen in Form von Neben-, Rück- oder Wechselwirkungen anderer Bestimmungen zu unterscheiden. Direkte Eingriffe, wie beispielsweise die Einführung einer Selbstbehaltsregelung (siehe später) sind eher die Ausnahme, da der Fokus des Gesetzes nicht auf der Regulierung des Verbriefungsmarktes liegt. Daher überwiegen die mittelbaren Auswirkungen des DFA, sie sind deshalb aber nicht weniger gravierend. In zeitlicher Hinsicht entfaltet das DFA kurzfristig für Verbriefungen nur wenige Auswirkungen. Wichtige Punkte sind auch hier noch offen bzw. bedürfen der Interpretation und Konkretisierung durch die Regulierungsbehörden. Daher wird es seine Wirkung größtenteils erst in der Langfristperspektive entfalten.

Agenda

Reform der Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac

Bis Januar 2011 muss die Regierung Vorschläge zur Reform der beiden Finanzinstitutionen vorlegen. Dabei sollen deren Arbeitsweise sowie die Organisation und auch die Aufsicht grundlegend neu geregelt werden. Beide Hypothekenfinanzierer sind zur Zeit privatrechtlich organisiert, verfolgen aber mit der Förderung des Wohneigentums einen öffentlichen Auftrag.

Anstehende Reform von Fannie und Freddie ...

Das Volumen an Hypothekenkrediten im Bestand oder in Form von RMBS, die von diesen vergeben bzw. garantiert sind, beläuft sich schätzungsweise auf über 5,5 Bio. USD. Aufgrund ihrer durchdringenden Marktstellung im US-amerikanischen Hypo-

... mit bedeutender Wirkung für Hypotheken und RMBS

theKengeschäft hat jede Änderung im Geschäftsgebaren dieser Institute einen unmittelbaren und erheblichen Einfluss auf den gesamten Hypothekenmarkt als auch das hierzu subsidiäre RMBS-Segment. Die aktuell in der politischen Diskussion befindlichen Lösungsvorschläge reichen von der Aufspaltung, über die Privatisierung oder einen gezielten Schrumpfungsprozess bis hin zur Abwicklung oder Verstaatlichung – mit völlig unterschiedlicher Tragweite der jeweiligen Alternative und deren konkreter Ausgestaltung für den amerikanischen Häuser- und Verbriefungsmarkt. Es ist jedoch zu erwarten, dass aufgrund dieser Bedeutsamkeit die US-Administration entsprechend „behutsam“ vorgehen wird.

Stärkung des Verbraucherschutzes und Einführung einer entsprechenden Behörde

Das neu geschaffene „Bureau of Consumer Financial Protection“ soll als Aufsichtsbehörde innerhalb der Fed die Einhaltung der verschärften Vorschriften zum Verbraucherschutz überwachen. Inhaltlich geht es hierbei vor allem um erhöhte Aufklärung und Transparenz seitens der Finanzindustrie gegenüber Privatpersonen über die finanziellen Belastungen, die mit dem Abschluss eines Finanzprodukts verbunden sind. Ziel ist, eine Überschuldung der Privathaushalte zu vermeiden. Daher sind hierdurch mittelfristig positive Effekte hinsichtlich der Performance von konsumentennahen Verbriefungen, wie Auto-, Consumer- oder Kreditkarten-ABS, zu erwarten, denn bonitätsschwächere Haushalte werden so bereits bei der Kreditvergabe herausgefiltert, womit sich c.p. langfristig die durchschnittliche Bonität in den verbrieften Pools erhöhen sollte.

Ein ursprünglich geplanter Passus bezüglich einer Privatinsolvenz-ähnlichen Entschuldung für Studentendarlehen wurde nicht in die Endfassung des DFA übernommen. Allerdings werden zukünftig auch privat vergebene Studentenkredite von den oben genannten Bestimmungen des Verbraucherschutzes erfasst, so dass sich auch hier tendenziell die skizzierten Verbesserungen in der Poolperformance ergeben könnten.

Einschränkung des Eigenhandels der Banken

Die sogenannte „Volcker-Regel“ sieht u.a. ein generelles Verbot des Eigenhandels von Banken vor. Ausnahme hiervon sind grundsätzlich „Market-Making-Aktivitäten“ und Transaktionen zu Sicherungszwecken („hedging“) sowie Geschäfte in bestimmten Wertpapierkategorien, wie beispielsweise Staatsanleihen oder Obligationen der staatsnahen Hypothekenfinanzierer. Von diesem Verbot dürften demnach analog zu anderen Wertpapieren auch ABS und andere strukturierte Kreditpapiere betroffen sein. Dies könnte theoretisch zu Abgabedruck führen. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Praxis zu dessen Vermeidung alternative Lösungen entwickeln wird.

Einführung eines Selbstbehalts für Verbriefungen

Mit dem DFA wird nun auch in den USA eine Selbstbehaltsquote („credit risk retention“) in Höhe von 5% für Verbriefungen verbindlich 270 Tage nach Inkrafttreten neu eingeführt. Im Unterschied zur geplanten EU-Regelung, die den Selbstbehalt gleichermaßen für alle Kreditarten vorsieht, werden „hochqualitative Hypotheken“ (high quality mortgages) in den USA jedoch vom Selbstbehalt ausgenommen. Nach unse-

Langfristig positive Auswirkung auf konsumentennahe Verbriefungen

Student Loan-Verbriefungen vom Verbraucherschutz ebenfalls tangiert

"Volcker Regel"

5% Selbstbehaltsquote für Verbriefungen eingeführt

rem Verständnis dürfte damit das US-Prime-RMBS-Segment von der Selbstbehaltregulierung verschont bleiben. Dies wäre insofern konsistent, als dass die Finanzkrise ihren Ursprung nicht im Prime-, sondern im bonitätsschwächeren Subprime-Segment hatte. Die US-amerikanische Vorgehensweise stellt hiermit gegenüber der geplanten EU-Regelung eine deutliche Abschwächung dar. Dies ist vor allem bemerkenswert, da der europäische Verbriefungsmarkt im Gegensatz zum US-amerikanischen während der Krise in den Assetklassen ABS und MBS eine zumeist sehr solide Performance aufzeigen konnte. Demgegenüber gilt der pauschale 5-Prozentsatz für gewerblichen Hypothekenkrediten bzw. CMBS auch nicht, sondern ist von den Regulatoren im Hinblick auf die gewünschte Risikopartizipation des „Securizers“ betragsmäßig oder prozentual adäquat zu bestimmen.

Regulierung des OTC-Derivatemarktes

Das unregulierte Geschäft mit OTC-Derivaten soll grundlegend neu geordnet und der Bundesaufsicht unterstellt werden. Im Gegensatz zu ursprünglichen Forderungen, das gesamte Swapgeschäft der Banken auszugliedern, betrifft dies in der Endfassung nur Geschäfte mit bestimmten Derivaten, beispielsweise auf Aktien und Rohstoffe, die innerhalb von zwei Jahren in eine eigene Gesellschaft mit höherer Eigenkapitalquote ausgegliedert werden müssen. Die in Verbriefungstransaktionen üblicherweise enthaltenen Zins- und Währungsswaps können Teil des regulären Bankgeschäfts bleiben. Altgeschäfte, die vor Ablauf der Übergangsfrist geschlossen wurden, sind von der Auslagerung ebenfalls ausgeschlossen. Damit dürften sich nach unserer Einschätzung die Auswirkungen dieses Teilaspekts des DFA für den Verbriefungsmarkt in Grenzen halten. Auch für europäische Verbriefungen, in denen US-amerikanische Banken Swap-Kontrahent sind, bleibt damit eine Welle potenzieller „succession events“ aus.

Regulierung der Ratingagenturen

Die Ratingagenturen werden einer verschärften Aufsicht durch die SEC unterstellt und zu mehr Transparenz bezüglich ihrer Annahmen und Methoden im Ratingprozess verpflichtet. Ein noch bedeutsamerer Punkt ist jedoch der im DFA vorgesehene Einbezug der Ratings in den Zulassungsprozess von (forderungsbesicherten) Wertpapieren und damit die Subsumtion der Ratingagenturen unter die US-amerikanische Prospekthaftung. Bis dato galten Ratings nur als freie Meinungsäußerung seitens der Agenturen und wurden insoweit durch die Verfassung geschützt und waren haftungsrechtlich unverbindlich.

Nach Regel 436 des Wertpapiergesetzes von 1933 können sogenannte „Expertenurteile“ nur mit schriftlicher Einwilligung der betroffenen Experten in den Prospekt aufgenommen und damit auch der Prospekthaftung im Sinne des Gesetzes unterstellt werden. Für Ratinginformationen, die einem Prospekt beigefügt wurden, galt bisher der Ausnahmetatbestand des Absatzes 436 (g), wonach diese nicht als „Expertenmeinung“ zu werten sind und folglich auch keine Haftungsgrundlage boten. Mit der im DFA beschlossenen Aufhebung der „Rule 436 (g)“ wird diese Ausnahmeregelung für Ratings nunmehr abgeschafft, wodurch die Agenturen Gefahr laufen, „im Expertenstatus“ auch der Prospekthaftung zu unterliegen.

Keine "succession events" durch Rechtsträgerwechsel bei Swaps

Prospekthaftung der Agenturen als Damokles-Schwert

Aufhebung der Rule 436g

Um dies kurzfristig zu vermeiden, hat beispielsweise Fitch bereits am Montag, dem 19. Juli, also noch vor der Unterzeichnung und dem Inkrafttreten des Gesetzes in einer Pressemeldung seine Kunden aufgefordert, keine bisher erteilten Neuemissionsratings in laufenden Zulassungsverfahren in die jeweiligen Prospekte aufzunehmen. Die hierfür erforderliche Zustimmung seitens der Agentur würde versagt. Begründet wird dieser Schritt u.a. mit der Zukunftsbezogenheit von Ratings, die nach Auffassung der Agentur keine Haftung hierfür zulassen.

Reaktion der Agenturen

Die rechtliche Problematik zwischen zwingendem Prospektinbezug einerseits und dem verständlichen Bemühen der Agenturen um Haftungsbegrenzung andererseits hat eine „Schockstarre“ für amerikanische Neuemissionen am Verbriefungsmarkt herbeigeführt. In Reaktion darauf hat die SEC bereits am 22. Juli eine Übergangsfrist von 6 Monaten (bis zum 24. Januar 2011) verkündet, in der Zulassungen noch ohne Ratingeinbezug durchgeführt werden können. In dieser Zeit sollen praktikable Lösungen für die Interessenkollision gefunden werden.

Reaktion des Marktes und der SEC

Wir sehen hierin derzeit den potenziell größten mittelbaren Effekt des DFA auf den amerikanischen Verbriefungsmarkt, da sich die Vergabe und das Handling von Ratings in der Praxis hierdurch latent grundlegend ändern können. Ferner dürften die künftigen US-Regelungen diesbezüglich auch eine Vorreiterstellung im internationalen Kontext einnehmen, denn auch in Europa ist die Regulierung von Rating-Agenturen derzeit in der Diskussion (siehe unseren Asset-Backed Watcher vom 7. Juni 2010).

"Drohpotenzial"

Regulierung der Versicherungen

Im Wege des DFA soll eine nationale Aufsichtsbehörde für Versicherungen geschaffen werden („Office of National Insurance“), die künftig weitere Regularien für die US-amerikanische Versicherungswirtschaft verabschieden soll. Ob hierdurch künftig Nachfrageeffekte für den Verbriefungsmarkt im Sinne geänderter Höchstgrenzen in den Anlageverordnungen der diversen Versicherungssparten in positiver oder negativer Richtung ausgehen, lässt sich zum heutigen Zeitpunkt nicht beurteilen.

Nachfrageeffekte „Ergebnis offen“

Einführung von Konzentrationslimiten

Um systemgefährdende Größenordnungen von Banken zu vermeiden, wird eine Obergrenze für deren individuelle Verschuldung in Höhe von 10% der Gesamtverschuldung gleichartiger Institute eingeführt. Dies könnte angebotsseitig mittelbar für den Verbriefungsmarkt positive Impulse bewirken, wenn vor allem die großen US-Banken an diese Obergrenze stoßen und Verbriefung wieder verstärkt als Instrument zur Bilanzverkürzung und regulatorischen Kapitalentlastung nutzen.

10%-Grenze für Bankverbindlichkeiten als potenzieller Treiber für Verbriefungen

Fazit und Ausblick

Die Regulierer erhalten im Rahmen des DFA erheblich mehr Machtbefugnisse als früher, teilweise werden auch neue Gremien geschaffen. Durch die Ausgestaltung der Gesetze kommt ihnen faktisch die eigentliche Rolle der Legislative zu. Die Regulatoren stehen bei der Implementierung des DFA vor einem Dilemma. Ein zu hartes Vorgehen könnte das Banken- und Verbriefungsgeschäft zurückwerfen durch zu hohe regulatorische Kosten und dadurch Wettbewerbsnachteile im internationalen

Drahtseilakt der Regulatoren bei der Ausgestaltung und Umsetzung

Vergleich schaffen. Ein zu laxes Vorgehen könnte dagegen der gewünschten Intention einer Vermeidung künftigen Krisen nicht gerecht werden. Kompetenzstreitigkeiten zwischen den diversen Behörden bei der Auslegung des DFA, wie sie vor dessen Einführung schon bestanden, erscheinen uns zudem weiterhin nicht ausgeschlossen. Wesentlich für die zukünftige Ausgestaltung wird es daher sein, den „Bogen nicht zu überspannen“ und so wirtschaftliches Wachstum abzuwürgen und die damit verbundenen Wohlstandseffekte zu verhindern. Dies ist die eigentliche Herausforderung des DFA und keine leichte Aufgabe für die Regulierer. Kritiker sehen in diesem starken Vertrauen auf die Aufsichtsbehörden denn auch ein großes Manko. Da es sich bei dem DFA um ein größeres gesetzliches Rahmenwerk handelt, können in der Folge auch unbeabsichtigte oder heute noch nicht sichtbare negative Konsequenzen für die Banken und die Realwirtschaft und damit letztlich auch für die Verbriefungsmärkte grundsätzlich nicht ausgeschlossen werden. Vom Charakter her markiert das DFA eher einen Aufbruch in eine neue regulatorische Welt denn ein Endstadium. Ob die Regulierer ihre erweiterten Kompetenzen sinnvoll nutzen und so das DFA in der Langfristperspektive ein Erfolg wird, muss sich daher erst noch zeigen.

Ralf Raebel +49 (0)69 7447 1408

NEWS – TICKER

News – Ticker (1)

Deutsche Auto ABS bleiben gefragt

Deutsche Auto ABS liefern erneut Stoff für positive Nachrichten – Vergangene Woche erfolgte seit der Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes im Herbst 2009 erstmalig wieder das Closing einer herstellerunabhängigen Auto-ABS. SC Germany Auto 2010-1 mit einem Volumen von 600 Mio. Euro ist die insgesamt siebte Transaktion der Santander Consumer Bank AG. Der Spread konnte dank ordentlicher Nachfrage mit 105 Basispunkten genau in der Mitte des ‚Spread-Talks‘ fixiert werden.

Das Orderbuch der vermarkteten Klasse A im Volumen von 567 Mio. Euro war auf Basis des Spread-Talks von 100-110 Basispunkten zunächst 1,75-fach überzeichnet. Mit dem Kupon von 105 Basispunkten reduzierte sich der Orderbestand auf eine 1,35-fache Überdeckung. Die Zuteilung erfolgte zu 61% an Fonds und zu 34% an Banken; mit 55% verblieb der Löwenanteil in Deutschland, in Frankreich und den Niederlanden wurden jeweils 12%, in Spanien 11% platziert. Der um 10 Basispunkte niedrigere Spread im Vergleich zur vor zwei Wochen vermarkteten Cars Alliance 2010-G1 der Renault-Bank, die ebenfalls eine mittlere Laufzeit (WAL) von 1,8 Jahren aufweist, dürfte vor allem mit der 15-monatigen revolvingen Periode der Renault-Transaktion im Gegensatz zum statischen Portfolio dieser Santander-ABS zusammenhängen.

Die Ausgestaltung der SC Germany Auto 2010-1 entspricht in etwa der typischen Struktur deutscher Auto-ABS. Das granulare Portfolio enthält fast 70 Tsd. Forderungen mit einer Durchschnittsgröße von etwa 9 Tsd. Euro. Finanziert werden etwa zur Hälfte neue und gebrauchte Fahrzeuge. Die Darlehen amortisieren vollständig (71%) oder haben eine Ballonrate (29%). Typisch ist auch die Anleihestruktur mit einer AAA-Tranche (Klasse A), die eine WAL von weniger als zwei Jahren aufweist, und einer Klasse B mit einem A-Rating. Die Performance der Vorgängertransaktionen ist gut, aber das trifft letztlich auf die gesamte Assetklasse ‚deutsche Auto-ABS‘ zu.

Die gute Performance, gepaart mit einer kurzen Anleihelaufzeit und stabilen Cash-Flows machen das Produkt attraktiv. Zudem sind Investoren vor negativen Überraschungen wie Laufzeitverlängerungen oder Downgrades verschont geblieben. Somit zählen deutsche Auto-ABS derzeit zu den ganz wenigen Segmenten des Verbriefungsmarktes, die einen stetigen ‚Deal-Flow‘ aufweisen und die öffentlich vermarktet werden, also nicht über den ‚Umweg‘ Privatplatzierung zum Investor gelangen oder aber einbehalten werden. Die folgende Tabelle zeigt die deutschen Auto-ABS-Transaktionen, deren Closing in diesem Jahr erfolgte, im Überblick.

Transaktion	Closing	Volumen Mio. EUR	Kupon (AAA)	Platzierung	Originator
Silvera Arrow 3	Jan. 10	1.700	2,35%	Einbehalt	Mercedes-Benz Bank
VCL Master 2010 (1)	Jan. 10	493	1mE+100	Privatplatz.	VW Leasing
Bavarian Sky 2	Jan. 10	800	1mE+85	Vermarktung	BMW Leasing
VCL Master 2010 (2)	Feb. 10	250	1mE+175	Privatplatz.	VW Leasing
Driver 7	Mrz. 10	519	1mE+70	Vermarktung	VW Bank
VAB Auto Receivables	Mrz. 10	310	4,50%	Einbehalt	Volvo Auto Bank
Globaldrive 2010-A	Jun. 10	530	1mE+160	Privatplatz.	Ford Bank
Cars Alliance 2010-G1	Jul. 10	1.000	1mE+115	Vermarktung	RCI Banque Germany
SC German Auto	Jul. 10	600	1mE+105	Vermarktung	Santander Cons. Bank

Quelle: Bloomberg, DZ BANK 6.202

Die – im Vergleich zu RMBS – kurze Laufzeit und das meistens zwischen 600 Mio. und 1 Mrd. Euro liegende Emissionsvolumen bewirken allerdings ein eher niedriges ausstehendes Volumen. Ein großer Teil der älteren Transaktionen ist bereits zurückgezahlt worden. Lässt man die privat platzierten Transaktionen und diejenigen, die während der Finanzkrise einbehalten wurden, außen vor, setzt sich das Anlageuniversum der noch ausstehenden AAA-gerateten deutschen Auto-ABS aus 19 Anleihen zusammen, die ein kumuliertes Volumen von lediglich rund acht Mrd. Euro ausmachen, also nicht einmal ein halbes Prozent des insgesamt ausstehenden europäischen ABS-Volumens. Die Spreadbandbreite bewegt sich dem knappen, aber gefragten Gut entsprechend, je nach Transaktion und Laufzeit zwischen 70 und 110 Basispunkten und damit am unteren Rand der europäischen ABS-Spreads.

BB Ticker [Mtge]	Closing	Volumen Mio. EUR	Pool- faktor	Moody's	S&P	Fitch	WAL Jahre
BSKY 1 A	Jul 07	752	0,26	Aaa	AAA	AAA	0,4
BSKY 2 A	Feb 10	742	1,00	NR	AAA	AAA	1,3
CAR 2010-G1 A1	Jul 10	873	1,00	Aaa	AAA	NR	1,8
DRVTV 1 A	Sep 05	918	0,30	Aaa	NR	AAA	0,6
DRVON 3 A	Okt 06	925	0,63	Aaa	AAA	AAA	1,0
DRVON 4 A	Apr 07	933	0,21	Aaa	AAA	AAA	n/a
DRVON 5 A	Jan 08	1.214	0,42	Aaa	AAA	AAA	0,7
DRVON 6 A	Sep 08	936	0,54	Aaa	AAA	AAA	0,9
DRVON 7 A	Apr 10	500	0,93	NR	AAA	AAA	1,7
GLDR 2007-1	Jul 07	920	0,07	Aa1	AAA	NR	0,4
GLDR 2008-2	Nov 08	628	0,60	Aaa	AAA	NR	1,2
SCGA 2006-1 A	Sep 06	1.410	0,82	Aaa	NR	AAA	1,5
SCGA 2007-1 A	Mrz 07	945	0,10	Aaa	AAA	AAA	0,5
SCGA 2007-2 A	Jun 07	945	0,15	Aaa	AAA	AAA	0,6
SCGA 2009-1 A	Nov 09	945	0,82	Aaa	NR	AAA	1,9
SCGA 2010-1 A	Jul 10	567	1,00	Aaa	AAA	AA Ae	1,8
VCL 8 A	Jun 06	940	0,38	Aaa	AAA	AAA	0,6
VCL 10 A	Nov 07	940	0,12	Aaa	AAA	AAA	0,4
VCL 11 A	Okt 09	500	0,71	NR	AAA	AAA	1,0

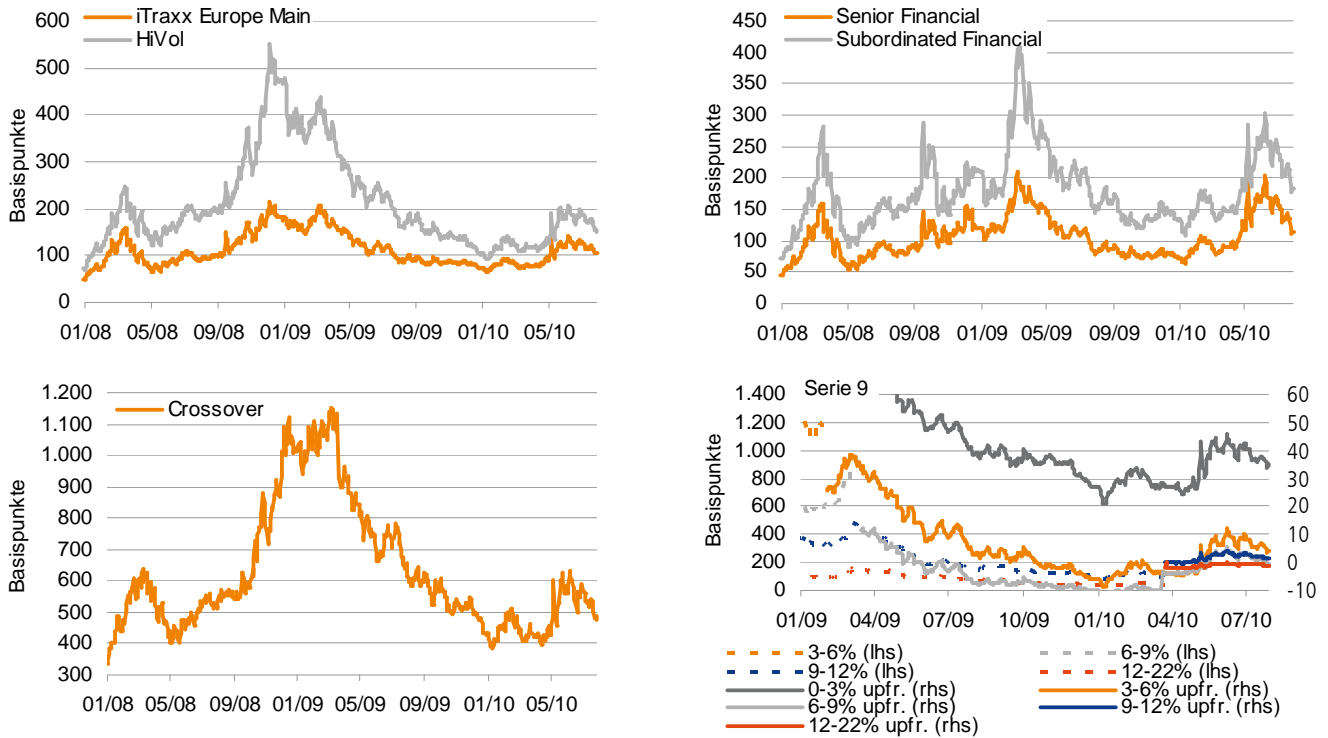
Quelle: Bloomberg

Die Schwierigkeit für den Investor besteht bei deutschen Auto-ABS also weniger in der Auswahl einer geeigneten Transaktion, sondern vielmehr in der Verfügbarkeit des Materials. Argumente, die gegen ein solches Investment sprechen, sind jedenfalls schwer zu finden.

Thorsten Lange; +49 (0)69 7447 4760

ITRAXX IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Markit

Tranchen: angegebener Prozentwert running bzw. upfront, zusätzlich 500, 300 bzw. 100 Basispunkte p.a.

ITRAXX SERIE 13 (UND ÜBERGANGSWEISE SERIE 9 UND 12) – 5 JAHRE: AKTUELLE SPREADS (BASISPUNKTE) SOWIE VERÄNDERUNG

Indexbezeichnung	Anzahl Credits	Serie 12					Serie 13					
		Last Price	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate	Last Price	S11 - S10	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate
Europe	125	99,3	-10,7	-12,4	-27,9	13,0	103,9	4,7	-10,3	-12,3	-28,4	14,1
HiVol	30	130,9	-21,5	-25,2	-47,5	10,7	149,5	18,6	-21,4	-24,5	-48,4	17,6
Crossover	50	525,0	0,0	0,0	18,8	128,3	565,2	40,2	0,0	0,0	21,7	133,1
Non-Financials	100	99,9	-15,3	-11,9	-11,9	17,2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Financials Senior	25	111,4	-20,2	-22,6	-57,1	-5,1	114,3	2,9	-19,7	-21,7	-56,8	-4,8
Financials Subordinated	25	176,4	-31,4	-27,6	-76,6	-1,5	181,8	5,4	-30,1	-27,4	-78,9	0,9

Tranche		Serie 9					Serie 13					
		Last Price	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate	Last Price	S13 - S9	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate
0-3%	% Upf. +500 Bp p.a.	34,6	-2,8	-1,7	-7,9	6,8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
3-6%	% Upf. +500 Bp p.a.	4,2	-1,9	-1,1	-5,7	7,1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
6-9%	% Upf. +300 Bp p.a.	-0,6	-1,3	-1,4	-4,3	2,1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
9-12%	% Upf. +100 Bp p.a.	1,1	-0,7	-0,9	-2,1	0,6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
12-22%	% Upf. +100 Bp p.a.	-1,2	-0,3	-0,4	-0,7	0,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Quelle: Markit

Tranchen: angegebener Prozentwert running bzw. upfront, zusätzlich 500, 300 bzw. 100 Basispunkte p.a.

ABS-MARKT IM ÜBERBLICK (1)

Asset-Klasse	Spread-Level AAA (indikativ)	Tendenz	Spread-Level BBB (indikativ)	Tendenz
RMBS				
Deutschland	n.a.			
Spanien	400 - 600	→		
Italien	130 - 160	→		
Niederlande	85 - 155	↘		
UK Prime	130 - 190	↘		
UK Non-Conforming	300 - 500	→		
CMBS	500 – 750	→		
ABS				
Consumer-ABS	260 - 400	→		
Lease-ABS	70 - 200	→		
Auto ABS (DE)	65 - 110	↘		
CDO				
SME CLO (SP – D)	n.a.			
High Yield (Leveraged Loan) CLO	n.a.			
Investment Grade CBO/CSO	n.a.			
CDO auf ABS/CDO	n.a.			

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

Händlerkommentar

- » Wie in den Vorwochen lässt die Nachfrage nach kurzen holländischen und UK Prime RMBS, sowie Auto Loans nicht nach. In diesen Segmenten sahen wir ein weiteres Spread-Tightening sowie eine Einengung der Geld-/Briefseiten bei den holländischen Papieren. Außerdem wurden mehrere Bid-Listen im Markt zirkuliert, die von den Marktteilnehmern sehr gut aufgenommen wurden.

Aktuelle Offerten des ABS-Handels

Assetklasse	Land	Transaktion	Tranche	Originator	Rating	WAL	Geld	Brief	DM (Geld)	DM (Brief)
Auto	DE	Driver 7	A	VW Bank	AAA	1,72	99,91		+75	
RMBS	IT	BPLR 2004	A2	Bipielle Group	AAA	1,1		98,69		+140
RMBS	NL	Arena 2004-II	A	Delta Lloyd	AAA	2,09	98,14	98,56	+105	+85
RMBS	NL	Delphinus 2001-1	A1	Fortis Hypotheek Bank	AAA	0,74	99,42	99,57	+105	+85
RMBS	NL	Delphinus 2006-I	A	Fortis Hypotheek Bank	AAA	1,18	98,48		+145	
RMBS	NL	DMPL II	A	Achmea Hypotheekbank	AAA	2,17	98,29		+105	
RMBS	NL	Storm 2003	A1	Obvion	AAA	0,38	99,67		+105	
RMBS	NL	Storm 2004	A	Obvion	AAA	0,84	99,21		+105	
RMBS	NL	Storm 2004-2	A	Obvion	AAA	1,19	98,93		+105	
RMBS	NL	Storm 2005	A	Obvion	AAA	1,74	98,43		+105	

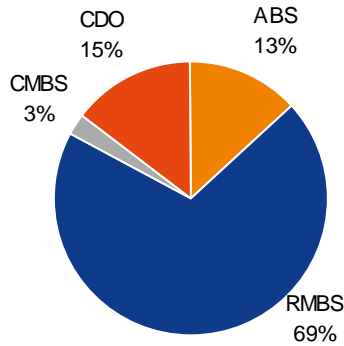
Quelle: DZ ABS Trading; Konditionen freibleibend; Für aktuelle Konditionen wenden Sie sich bitte an ihren DZ BANK Sales-Kontakt.

DZ ABS Trading:

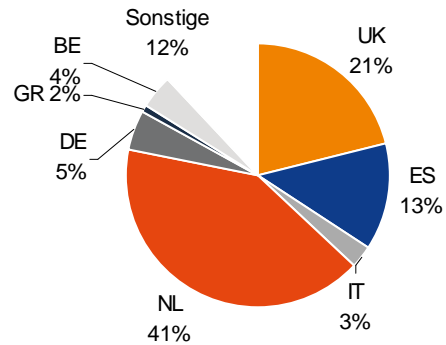
Christopher Schumann (Tel. 069/7447-90105)
Christian Hollmann (Tel. 069/7447-42307)
Lucia Kraus (Tel. 069/7447-90402)

ABS-MARKT IM ÜBERBLICK (2)

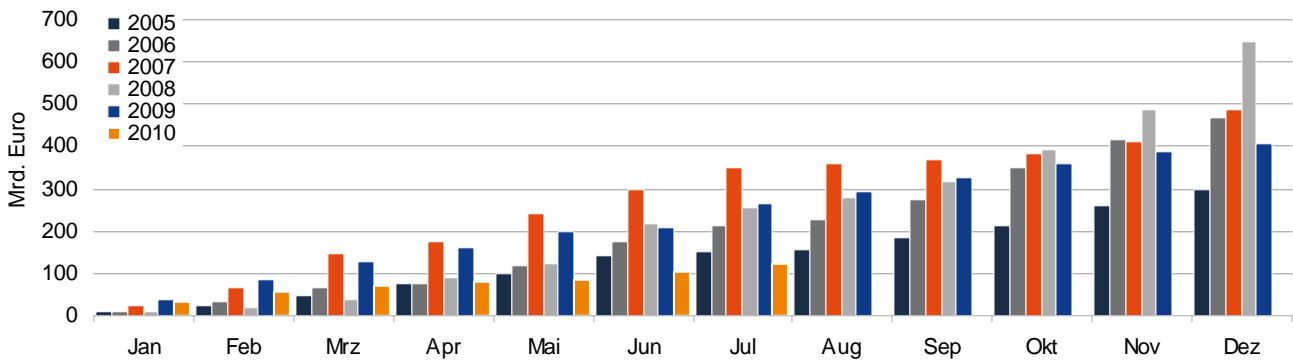
ANTEIL DER ASSETKLASSEN 2010 Y-T-D



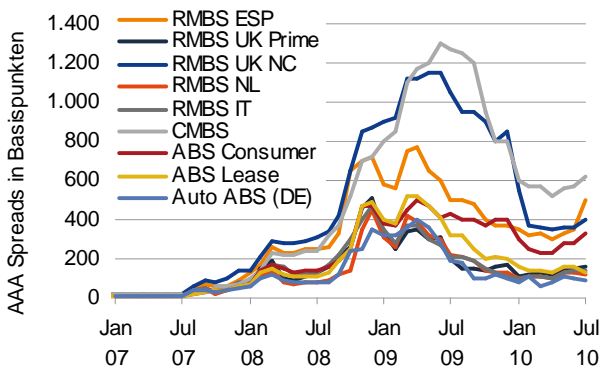
ANTEIL DER LÄNDER 2010 Y-T-D



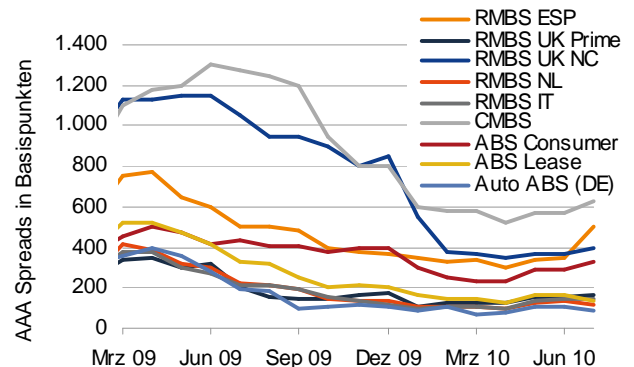
KUMULIERTES EMISSIONSVOLUMEN DES EUROPÄISCHEN STRUCTURED FINANCE MARKTES



SPREADS LANGFRISTIGE ENTWICKLUNG



SPREADS KURZFRISTIGE ENTWICKLUNG



Quelle: DZ BANK

AKTUELLE PIPELINE

Transaktion	Assetklasse	Land	Originator	Struktur	Spread (Bp.) / WAL (Jahre)					Vol. (Mio.)	Mrd. Euro
					AAA	AA	A	BBB	BB		
Foncaixa Empresas 2	SME CLO	ES	La Caixa	TS	tbd	n/a	tbd	n/a	tbd	EUR 2.000,0	2,00
Gracechurch 10	Credit Cards	UK	Barclaycard	TS	tbd	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,00
Moorgate 2010-1	NC RMBS	UK	Mortgages plc, Wave Lending und Edeus	TS	tbd	tbd	tbd	tbd	tbd	GBP 770,0	0,94
Summe ABS											0,00
Summe MBS											0,94
Summe CDO											2,00
Summe Pipeline Gesamt											2,94

NEUEMISSIONEN

Transaktion	Assetklasse	Land	Originator	Volumen (Mio.)	Mrd. Euro
ABS					
Atlantes Finance No.3	Consumer ABS	PT	Banif	EUR 411,0	0,41
SC Germany Auto 2010-1	Auto ABS	DE	Santander Consumer Bank	EUR 600,0	0,60
MBS					
Fastnet Securities 8	RMBS	IE	Irish Life & Permanent	EUR 2.100,0	2,1
Foncaixa Hipotecario 11	RMBS	ES	La Caixa	EUR 6.500,0	6,5
Fosse Master Issuer 2010-3	RMBS	UK	Santander UK plc	GBP 4.000,0	4,78
MBS Bancaja 7	RMBS	ES	Bancaja	EUR 875,0	0,88
Pearl 4	RMBS	NL	SNS Bank	EUR 600,0	0,60
CDO					
BBVA Empresas 4	SME CLO	ES	BBVA	EUR 1.700,0	1,70
ICO Mediacion II	CLO	ES	ICO	EUR 22.800,0	22,8
Summe					40,37

ABS

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Atlantes Finance No.3	A	EUR	208,5	n/a	3mE	110	Aaa	AAA	n/a
Bloomberg	ATLAN 3	B	EUR	174,0	n/a	3mE	250	n/a	n/a	n/a
Assetklasse	Consumer ABS	C	EUR	28,7	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Land	Portugal									
Originator	Banif									
Volumen	EUR 411,0 Mio.									
Pricing	29.07.2010									

- Pool im Wert von 382,5 Mio. Euro

- Pool aus 57.892 Konsumentenkrediten, Autokreditverträgen und langfristigen Mietverträgen

Transaktion	SC Germany Auto 2010-1	A	EUR	567,0	1,77	1mE	105	Aaa	AA Ae	AAA
Bloomberg	SCGA 2010-1	B	EUR	33,0	4	1mE	150	A3	Ae	A
Assetklasse	Auto ABS									
Land	Deutschland									
Originator	Santander Consumer Bank									
Volumen	EUR 600,0 Mio.									
Pricing	19.07.2010									

- statischer Pool aus 67.572 Autokreditverträgen mit einem Durchschnittsbetrag von 8.879,-- Euro.

- WA Seasoning von 10 Monaten; Neu-/Gebrauchtfahrzeuge 40%/60%; amortisierend/endfällig 71%/29%; keine Restwert Risiken

Quelle: DZ BANK

RMBS & CMBS

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz-zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Fastnet Securities 8	A1	EUR	483,0	1,21	n/a	n/a	Aaa	NR	AAA
Bloomberg	FSTNT 8	A2	EUR	483,0	2,93	n/a	n/a	Aaa	NR	AAA
Assetklasse	RMBS	A3	EUR	483,0	3	n/a	n/a	Aaa	NR	AAA
Land	Irland	B	EUR	651,0	3	n/a	n/a	NR	NR	NR
Originator	Irish Life & Permanent									
Volumen	EUR 2.100,0 Mio.									
Pricing	21.07.2010									

- Klasse A verfügt über ein Credit Enhancement von 32% besteht aus 31% Subordination und 1% nicht-amortisierendem Reservekonto.

Transaktion	Foncaixa Hipotecario 11	A	EUR	6.110,0	6,6	3mE	80	Aaa	AAAe	NR
Bloomberg	FONCX 11	B	EUR	97,5	14,14	3mE	125	A1	AAe	NR
Assetklasse	RMBS	C	EUR	292,5	14,14	3mE	175	B1	NR	NR
Land	Spanien									
Originator	La Caixa									
Volumen	EUR 6.500,0 Mio.									
Pricing	26.07.2010									

- Pool aus 58.917 Hypothekendarlehen mit einem WACLTV von 51,61%

- WA Seasoning 4,87 Jahre; 2% voll unterlegtes Reservekonto

Transaktion	Fosse Master Issuer 2010-3	A1	GBP	1.250,0	2,97	3mL	152	Aaa	AAA	AAA
Bloomberg	FOSSM 2010-3	A2	GBP	1.250,0	4,47	3mL	163	Aaa	AAA	AAA
Assetklasse	RMBS	A3	GBP	1.000,0	5,72	3mL	168	Aaa	AAA	AAA
Land	Großbritannien	Z	GBP	500,0	5,98	3mL	90	NR	NR	NR
Originator	Santander UK plc									
Volumen	GBP 4.000,0 Mio.									
Pricing	20.07.2010									

- Nähere Informationen zum Portfolio liegen uns nicht vor. Transaktion wurde privat platziert.

Transaktion	MBS Bancaja 7	A	EUR	472,5	3,92	3mE	30	Aaa	NR	AAA
Bloomberg	BCJAM 7	B	EUR	402,5	15,48	3mE	70	Caa2	NR	NR
Assetklasse	RMBS									
Land	Spanien									
Originator	Bancaja									
Volumen	EUR 875,0 Mio.									
Pricing	23.07.2010									

- Pool aus 5.861 Hypothekendarlehen. 86,3% des Pools haben einen LTV größer 80%. 28% der Darlehen waren ursprünglich nicht-performende Darlehen.

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Pearl 4	A	EUR	931,0	4,99	3mE	90	Aaa	AAA	NR
Bloomberg	PEARL 4	B	EUR	69,0	4,99	3mE	90	Baa1	NR	NR
Assetklasse	RMBS									
Land	Niederlande									
Originator	SNS Bank									
Volumen	EUR 1.000,0 Mio.									
Pricing	22.07.2010									

- Pool aus NHG-garantierten Hypothekendarlehen der SNS Bankgruppe.

- Kein Reservekonto. Credit Enhancement besteht aus 25 bp Excess Spread und 6,9% Subordination (A-Tranche).

Quelle: DZ BANK

CDO

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz-zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	BBVA Empresas 4	A	EUR	1.700,0	2.88	3mE	30	Aaa	AAA	NR
Bloomberg	BBVAE 2010-4									
Assetklasse	SME CLOS									
Land	Spanien									
Originator	BBVA									
Volumen	EUR 1.700,0 Mio.									
Pricing	20.07.2010									

- Pool aus 5.915 Darlehen an 5.566 Schuldner. 43% sind besichert mit einem Grundpfandrecht.

- WA Seasoning 1,3 Jahre; 36% Reservekonto

Transaktion	ICO Mediacion II	A	EUR	14.864,7	tbd	6mE	30	Aaa	tbd	tbd
Bloomberg	tbd	B	EUR	8.004,0	tbd	tbd	tbd	tbd	tbd	tbd
Assetklasse	CLO									
Land	Spanien									
Originator	ICO									
Volumen	EUR 22.800,0 Mio									
Pricing	27.07.2010									

- Pool in Höhe von 22,87 Mrd. Euro

- WAL 3,36 Jahre

Quelle: DZ BANK

AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
29/07/2010	SC GERMAN AUTO 2010-1	A	Moody's	Upgrade	(P)Aaa	Aaa
ABS	Deutschland	B	Moody's	Upgrade	(P)A3	A3
	SCGA 2010-1					
22/07/2010	COMPAGNIA FINAZIARIA 2	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	A3
ABS	Italien	B	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	Ba1
	COMPF 2	C	Moody's	Downgrade	Baa2/ Watch negative	Ba3
22/07/2010	DRIVER 5	B	S&P	Upgrade	A+	AA-
ABS	Deutschland					
	DRVON 5					
22/07/2010	DRIVER 6	B	S&P	Upgrade	A+	AA-
ABS	Deutschland					
	DRVON 6					
19/07/2010	CARS ALLIANCE 2010-G1	A1	Moody's	Upgrade	(P)Aaa	Aaa
ABS	Deutschland	B	Moody's	Upgrade	(P)Aa2	Aa2
	CAR 2010-G1					
16/07/2010	DRIVER 3	B	S&P	Upgrade	A+	AA-
ABS	Deutschland					
	DRVON 3					
16/07/2010	DRIVER 4	B	S&P	Upgrade	A+	AA
ABS	Deutschland					
	DRVON 4					
15/07/2010	IRIDA 2009-1	A	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	A2
ABS	Griechenland					
	IRIDA 2009-1					
15/07/2010	KARTA 2005-1	C	Fitch	Downgrade	BBB	PIF
ABS	Griechenland					
	KARTA 2005-1					
29/07/2010	CASSIOPEIA QEX 2008-1	A	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	BBB-/ Watch negative
RMBS	Spanien	B	S&P	Downgrade	AA/ Watch negative	B-
	CASS 2008-1	C	S&P	Downgrade	A-/ Watch negative	B-
29/07/2010	EUROSAIL 2007-4	B1A	S&P	Upgrade	CCC	B-
RMBS	Großbritannien	C1A	S&P	Upgrade	CCC	B-
	ESAIL 2007-4X	D1A	S&P	Upgrade	CCC	B-
		E1C	S&P	Upgrade	CCC	B-
29/07/2010	TITULIZACION DE ACTIVOS 28	B	S&P	Downgrade	CCC-	D
RMBS	Spanien	NASO	S&P	Downgrade	AAA	NR
	TDA 28					
28/07/2010	HIPOCAT HIPO-10	B	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	CCC/ Watch negative
RMBS	Spanien	C	S&P	Downgrade	CCC/ Watch negative	D
	HIPO HIPO-10					
27/07/2010	DECO 2005-C1	C	Fitch	Downgrade	BBB	BB
CMBS	Großbritannien	D	Fitch	Downgrade	CCC	CC
	DECO 2005-C1X					
27/07/2010	PEARL MORTGAGE BACKED SECURITIES 4	A	S&P	Upgrade	AA Ae	AAA
RMBS	Niederlande					
	PEARL 4					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
27/07/2010	WHITE TOWER 2006-3	B	Fitch	Upgrade	BB/ Watch positive	AAA
CMBS	Großbritannien	C	Fitch	Upgrade	CCC/ Watch positive	A
	WTOW 2006-3	D	Fitch	Upgrade	C	CCC
26/07/2010	EUROPEAN LOAN CONDUIT 25	A	S&P	Downgrade	AAA	AA
CMBS	Diverse	B	S&P	Downgrade	AA	A+
	EURO 25X	C	S&P	Downgrade	A	BBB+
		D	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	BBB-
		E	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	BB-
		F	S&P	Downgrade	BB-/ Watch negative	B+
		G	S&P	Affirmation	B/ Watch negative	B
26/07/2010	PREFERRED RESIDENTIAL SECURITIES 2005-2	ETC	Fitch	Upgrade	B-	B
RMBS	Großbritannien	FTC	Fitch	Upgrade	CCC	B
	PRS 2005-2X					
26/07/2010	PREFERRED RESIDENTIAL SECURITIES 2006-1	ETC	Fitch	Upgrade	CC	CCC
RMBS	Großbritannien	FTC	Fitch	Upgrade	C	CC
	PRS 2006-1X					
26/07/2010	SOUTHERN PACIFIC SECURITIES 2005-2	E2C	Fitch	Upgrade	C	CC
RMBS	Großbritannien	B1A	Fitch	Upgrade	AA	AAA
	SPS 2005-2A	B1C	Fitch	Upgrade	AA	AAA
		C1A	Fitch	Upgrade	A	AA
		C1C	Fitch	Upgrade	A	AA
		E2C	Fitch	Upgrade	C	CC
26/07/2010	SOUTHERN PACIFIC SECURITIES 2006-1	A2C	Fitch	Upgrade	PIF	AAA
RMBS	Großbritannien					
	SPS 2006-1X					
26/07/2010	THE MALL FUNDING 1	A	Moody's	Upgrade	Baa3	Baa1
CMBS	Großbritannien					
	MALLF 1					
23/07/2010	FONCAIXA HIPOTECARIO FTH 11	A	Moody's	Upgrade	Aaae	Aaa
RMBS	Spanien	B	Moody's	Upgrade	A1e	A1
	FONCX 11	C	Moody's	Upgrade	B1e	B1
23/07/2010	THE MALL FUNDING 1	A	S&P	Upgrade	D	BBB-
CMBS	Großbritannien					
	MALLF 1					
23/07/2010	WHITE TOWER 2006-3	B	Moody's	Downgrade	NR	WR
CMBS	Großbritannien	C	Moody's	Downgrade	NR	WR
	WTOW 2006-3	D	Moody's	Downgrade	NR	WR
		E	Moody's	Downgrade	NR	WR
22/07/2010	THE MALL FUNDING 1	A	S&P	Downgrade	BBB-	D
CMBS	Großbritannien					
	MALLF 1					
21/07/2010	AIRE VALLEY MORTGAGES 2004-1	3C1	Fitch	Downgrade	BBB	BBB-
RMBS	Großbritannien	3C2	Fitch	Downgrade	BBB	BBB-
	AIREM 2004-1X	3D1	Fitch	Downgrade	BB	B
		3D2	Fitch	Downgrade	BB	B
21/07/2010	AIRE VALLEY MORTGAGES 2005-1	2C2	Fitch	Downgrade	BBB	BBB-
RMBS	Großbritannien					
	AIREM 2005-1X					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
21/07/2010	AIRE VALLEY MORTGAGES 2006-1	1C2	Fitch	Downgrade	BBB	BBB-
RMBS	Großbritannien AIREM 2006-1X	2C2	Fitch	Downgrade	BBB	BBB-
21/07/2010	AIRE VALLEY MORTGAGES 2007-1	1C	Fitch	Downgrade	BBB	BBB-
RMBS	Großbritannien AIREM 2007-1X	2C	Fitch	Downgrade	BBB	BBB-
21/07/2010	AIRE VALLEY MORTGAGES 2007-2	C	Fitch	Downgrade	BBB	BBB-
RMBS	Großbritannien AIREM 2007-2					
21/07/2010	AIRE VALLEY MORTGAGES 2008-1	2C	Fitch	Downgrade	BBB	BBB-
RMBS	Großbritannien AIREM 2008-1	2D	Fitch	Downgrade	BB	B
21/07/2010	ARKLE MASTER ISSUER 2008-2	3A	Fitch	Upgrade	PIF	AAA
RMBS	Großbritannien ARKLE 2008-2	3B	Fitch	Upgrade	PIF	AA
		3C	Fitch	Upgrade	PIF	BBB
		3M	Fitch	Upgrade	PIF	A
21/07/2010	EPIC BROD	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	A1
CMBS	Global EPICP BROD					
21/07/2010	ESTIA MORTGAGE FINANCE 3	A	Fitch	Affirmation	AA-/ Watch negative	AA-
RMBS	Griechenland ESTIA 3	B	Fitch	Downgrade	BBB/ Watch negative	B
21/07/2010	GRANITE MORTGAGES PLC. 2003-2	2C1	Fitch	Downgrade	A	BBB+
RMBS	Großbritannien GRAN 2003-2	2C2	Fitch	Downgrade	A	BBB+
		3C	Fitch	Downgrade	A	BBB+
21/07/2010	GRANITE MORTGAGES PLC. 2003-3	2C	Fitch	Downgrade	A-	BBB
RMBS	Großbritannien GRAN 2003-3	2M	Fitch	Downgrade	AA+	AA
		3C	Fitch	Downgrade	A-	BBB
		3M	Fitch	Downgrade	AA+	AA
21/07/2010	GRANITE MORTGAGES PLC. 2004-1	2C	Fitch	Downgrade	A-	BBB
RMBS	Großbritannien GRAN 2004-1	2M	Fitch	Downgrade	AA	AA-
		3C	Fitch	Downgrade	A-	BBB
		3M	Fitch	Downgrade	AA	AA-
21/07/2010	GRANITE MORTGAGES PLC. 2004-2	2B	Fitch	Upgrade	AA+	AAA
RMBS	Großbritannien GRAN 2004-2	3B	Fitch	Upgrade	AA+	AAA
21/07/2010	GRANITE MORTGAGES PLC. 2004-3	2M	Fitch	Upgrade	AA	AA+
RMBS	Großbritannien GRAN 2004-3	3M	Fitch	Upgrade	AA	AA+
21/07/2010	THEMELEION MORTGAGE FINANCE 3	B	Fitch	Affirmation	A/ Watch negative	A
RMBS	Griechenland THEME 3	C	Fitch	Downgrade	BBB+/ Watch negative	BB
		M	Fitch	Affirmation	A+/ Watch negative	A+
20/07/2010	EMC 6	D	S&P	Downgrade	BBB	BB+
CMBS	Europa EMC 6	E	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	BB-
		F	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	B+

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
20/07/2010	RURAL HIPOTECARIO FONDO DE TITULIZACION 9	B	Fitch	Downgrade	A+	A
RMBS	Spanien	C	Fitch	Downgrade	BBB+	BB
	RHIPO 9	D	Fitch	Downgrade	BB+	B
		E	Fitch	Downgrade	CCC	CC
19/07/2010	TDA CAJAMAR 2	B	Fitch	Upgrade	A+	AA
RMBS	Spanien	C	Fitch	Upgrade	A-	A
	TDCAJ 2					
19/07/2010	TDA UNICAJA FTA 2008-1	D	Fitch	Downgrade	CCC	CC
RMBS	Spanien					
	UNICA 2008-1					
15/07/2010	KATOIKIA I MORTGAGE FINANCE 2009-1	A	Moody's	Affirmation	A3/ Watch negative	A3
RMBS	Griechenland					
	KATOI 2009-1					
15/07/2010	THEMELEION MORTGAGE FINANCE 1	A	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	Baa1
RMBS	Griechenland	B	Moody's	Downgrade	Baa1/ Watch negative	Ba1
	THEME 1	C	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	B2
15/07/2010	THEMELEION MORTGAGE FINANCE 2	A	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Baa1
RMBS	Griechenland	B	Moody's	Downgrade	Baa1/ Watch negative	Ba1
	THEME 2	C	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	B3
15/07/2010	THEMELEION MORTGAGE FINANCE 3	A	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Baa1
RMBS	Griechenland	B	Moody's	Downgrade	Baa1/ Watch negative	Ba2
	THEME 3	C	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	B3
		M	Moody's	Downgrade	Baa1/ Watch negative	Ba1
15/07/2010	THEMELEION MORTGAGE FINANCE 4	A	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Baa1
RMBS	Griechenland	B	Moody's	Downgrade	Baa1/ Watch negative	Ba2
	THEME 4	C	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	B3
15/07/2010	TITAN EUROPE 2007-3	A1	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BB/ Watch negative
CMBS	Großbritannien	A2	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	B/ Watch negative
	TITN 2007-3X					
15/07/2010	UROPA SECURITIES 2007-1	A1A	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
RMBS	Großbritannien	A1B	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
	UROPA 2007-1	A2B	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
		A3A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa1
		A3B	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa1
		A4A	Moody's	Downgrade	Aa1/ Watch negative	Aa2
		A4B	Moody's	Downgrade	Aa1/ Watch negative	Aa2
29/07/2010	PEARL 23	C1	S&P	Downgrade	D	NR
CSO	Global					
	PERL 23					
29/07/2010	PEARL 26	D2	S&P	Downgrade	CCC-	CC
CSO	Global					
	PERL 26					
28/07/2010	ANAPTYXI 2006-1	B	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BBB
CLO	Griechenland	C	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	BB+
	ANAPT 2006-1	D	S&P	Affirmation	B/ Watch negative	B
28/07/2010	CONSUMER UNSECURED PERFORMING LOANS (CURL) 2007-1	C	Moody's	Downgrade	A1	WR
CDO	Großbritannien					
	CURL 2007-1					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
28/07/2010	PEARL 23	C1	S&P	Downgrade	CCC-	D
CSO	Global					
	PERL 23					
26/07/2010	CERT CDO 2009-1	A	S&P	Downgrade	A-	NR
CDO	Global	A	S&P	Downgrade	AA-	A-
	CERTC 2009-1					
23/07/2010	ARIA CDO (IRELAND) I	A1C7	Moody's	Upgrade	Baa3	Baa1
CDO	Global	A1EK	Moody's	Upgrade	Baa3	Baa1
	ARIA I	B1C7	Moody's	Upgrade	Caa1	B1
		B1E7	Moody's	Upgrade	Caa1	B1
		B1G7	Moody's	Upgrade	Caa1	B1
		C1C7	Moody's	Upgrade	Caa3	B3
22/07/2010	METRIX FUNDING 1	C1	Moody's	Watch negative	Baa2	Baa2/ Watch negative
CLO	Global	C2	Moody's	Watch negative	Baa2	Baa2/ Watch negative
	METRX 1X	D1	Moody's	Watch negative	B1	B1/ Watch negative
		D2	Moody's	Watch negative	B1	B1/ Watch negative
		E1	Moody's	Downgrade	Caa2	Caa3/ Watch negative
		E2	Moody's	Downgrade	Caa2	Caa3/ Watch negative
22/07/2010	MIDGARD CDO 2005-13	1	S&P	Downgrade	CCC-	NR
CSO	Global					
	MIDCD 2005-13					
21/07/2010	CONSUMER UNSECURED PERFORMING LOANS (CURL) 2007-1	C	S&P	Downgrade	A	NR
CDO	Großbritannien					
	CURL 2007-1					
21/07/2010	GONZAGA FINANCE 1	C	Moody's	Downgrade	Aaa	WR
CDO	Global					
	GONZA 1					
21/07/2010	WHINSTONE CAPITAL MANAGEMENT 1	B1	Fitch	Downgrade	BBB	BB+
CSO	Großbritannien	B2	Fitch	Downgrade	BBB	BB+
	WHINS 1X	C1	Fitch	Downgrade	BB-	B-
		C2	Fitch	Downgrade	BB-	B-
19/07/2010	ADRIATICO FINANCE SME 2008-2L	A	S&P	Downgrade	AAA	NR
CDO	Italien					
	ADRSM 2008-2L					
19/07/2010	ARIA CDO (IRELAND) I	C1E7	S&P	Upgrade	BB/ Watch positive	BB+
CDO	Global					
	ARIA I					
19/07/2010	BBVA CONSUMO FTA 2008-3	A	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA+
CDO	Spanien	B	S&P	Downgrade	A-/ Watch negative	BBB
	BBVAC 2008-3					
19/07/2010	BROOKLANDS EURO REFERENCE LINKED NOTES 2005-1	B	S&P	Downgrade	B-/ Watch negative	CCC+
CDO	Global	C	S&P	Downgrade	CCC/ Watch negative	CCC-
	BROOK 2005-1					
19/07/2010	OMEGA CAPITAL INVESTMENTS 17	A	S&P	Upgrade	CCC+/ Watch positive	B-
CSO	Global	D	S&P	Upgrade	CCC+/ Watch positive	B-
	OMEGA 17					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
19/07/2010	SPQR II 2008-1	A	Fitch	Downgrade	A	PIF
CDO	Global					
	SPQRI 2008-1					
19/07/2010	STACK 2005-1	A2EU	Fitch	Downgrade	CC	C
CDO	Global					
	STAK 2005-1X					
16/07/2010	HARVEST CLO V	S	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	BB
CLO	Global	U	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	BB
	HARVT V					
16/07/2010	TS CO.MIT ONE 1	C	S&P	Downgrade	A-/ Watch negative	BBB-
CLO	Deutschland	D	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	B
	COMIT 1	E	S&P	Downgrade	CCC	CCC-
15/07/2010	ANAPTYXI 2006-1	B	Moody's	Downgrade	Baa3	Ba1
CLO	Griechenland	C	Moody's	Downgrade	Ba1	Ba2
	ANAPT 2006-1	D	Moody's	Downgrade	Ba3	B1
15/07/2010	ANDROMEDA LEASING 2009-1	A	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	A3/ Watch negative
CLO	Griechenland					
	ADROL 2009-1					
15/07/2010	AXIA FINANCE 2009-2	A	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	A3/ Watch negative
CLO	Griechenland					
	AXIAF 2009-2					
15/07/2010	AXIA FINANCE 2009-3	A	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	A3/ Watch negative
CLO	Griechenland					
	AXIAF 2009-3					
15/07/2010	DANEION 2007-1	A	Moody's	Downgrade	Aa3/ Watch negative	A2/ Watch negative
CDO	Großbritannien					
	DANEI 2007-1					
15/07/2010	EPIHIRO 2009-1	A	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	A2/ Watch negative
CLO	Griechenland					
	EPIRO 2009-1					
15/07/2010	GAIA LEASE 2009-1	A	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	A3/ Watch negative
CLO	Griechenland					
	GAIAL 2009-1					
15/07/2010	KATANALOTIKA 2008-1	A	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	A3/ Watch negative
CDO	Griechenland					
	KATKA 2008-1					
15/07/2010	SALT CREEK HIGH YIELD CSO 2005-1XE	A2	S&P	Downgrade	BBB+	NR
CDO	Global	A6I	S&P	Downgrade	CCC-	NR
	CREEK 2005-1XE					
15/07/2010	SYNERGATIS 2009-1	A	Moody's	Affirmation	A3/ Watch negative	A3
CLO	Griechenland					
	SYNER 2009-1					

Quelle: Ratingagenturen

IMPRESSUM

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Thomas Ullrich, Frank Westhoff
Verantwortlich: Stefan Bielmeier, 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 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. Im Falle von Aktienresearch geschieht dies in Kooperation mit Auerbach Grayson and Company, Inc., ein in den USA registrierter Broker-Dealer („Auerbach“). Die Verteilung an US Investoren erfolgt entweder durch Auerbach, entsprechend der Vorschriften der „Financial Industry Regulatory Authority“ der USA oder direkt durch die DZ BANK an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6. Im Falle einer direkten Verteilung durch die DZ BANK ist es ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei Auerbach platziert werden. Sie erreichen Auerbach in der 25 West 45th Street, New York, NY 10036, 212-557-4444. 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 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 berechtigte 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 Fair Value-Werte / 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 Fair Value-Wert / Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen Fair Value-Werte / 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

ABN AMRO BANK NV	02.07.2010	Marketperformer	JPMORGAN CHASE & CO	30.04.2010	Marketperformer	Volkswagen AG	30.04.2010	Marketperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	03.03.2010	Outperformer	JPMORGAN CHASE & CO	19.04.2010	Underperformer	Volkswagen AG	17.08.2009	Outperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	06.08.2009	Marketperformer	KINGDOM OF BELGIUM	08.10.2009	Marketperformer			
ArcelorMittal S.A.	10.12.2009	Outperformer	KINGDOM OF SPAIN	05.11.2009	Marketperformer			
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	11.05.2010	Marketperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	03.09.2009	Marketperformer			
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	01.03.2010	Underperformer	Koninklijke KPN NV	04.11.2009	Marketperformer			
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	26.02.2010	Marketperformer	LANDESBANK BADEN-WUERTTEMBERG	04.03.2010	Marketperformer			
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	11.05.2010	Outperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	01.03.2010	Outperformer			
BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA	05.05.2010	Outperformer	Linde AG (The Linde Group)	19.03.2010	Outperformer			
BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA	11.02.2010	Underperformer	Linde AG (The Linde Group)	10.12.2009	Marketperformer			
BANCO ESPIRITO SANTO	04.05.2010	Outperformer	MEDIOBANCA SPA	01.03.2010	Marketperformer			
BANCO POPULAR ESPANOL	11.05.2010	Outperformer	MORGAN STANLEY	22.07.2010	Outperformer			
BANCO POPULAR ESPANOL	26.01.2010	Underperformer	MORGAN STANLEY	30.04.2010	Marketperformer			
BANCO SANTANDER SA	11.05.2010	Outperformer	MORGAN STANLEY	19.04.2010	Underperformer			
BANK OF AMERICA CORP	30.04.2010	Marketperformer	Mxingvest AG (Tchibo)	10.12.2009	Marketperformer			
BANK OF AMERICA CORP	19.04.2010	Underperformer	Merck KGaA	28.04.2010	Marketperformer			
BANK OF IRELAND	04.03.2010	Outperformer	NORD/LB	04.03.2010	Marketperformer			
BANQUE FED. DU CREDIT MUTUEL	01.03.2010	Marketperformer	NORDEA BANK AB	11.05.2010	Underperformer			
BARCLAYS BANK PLC	16.02.2010	Marketperformer	NORDEA BANK AB	01.03.2010	Outperformer			
BASF SE	25.02.2010	Marketperformer	NORDEA BANK AB	10.02.2010	Underperformer			
BNP PARIBAS	11.05.2010	Underperformer	OTP BANK PLC	11.05.2010	Outperformer			
BNP PARIBAS	05.05.2010	Outperformer	OTP BANK PLC	13.11.2009	Underperformer			
BNP PARIBAS	17.02.2010	Marketperformer	POHJOLA BANK PLC	11.05.2010	Underperformer			
Bayerische Mot. Werke AG	15.12.2009	Outperformer	POHJOLA BANK PLC	01.03.2010	Outperformer			
Bayerische Mot. Werke AG	04.11.2009	Marketperformer	POHJOLA BANK PLC	12.10.2009	Marketperformer			
Bayerische Mot. Werke AG	06.10.2009	Outperformer	POHJOLA BANK PLC	06.08.2009	Underperformer			
Bertelsmann AG	31.08.2009	Marketperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	01.04.2010	Outperformer			
Bosch GMBH	15.12.2009	Outperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	05.11.2009	Marketperformer			
CREDIT AGRICOLE SA	11.11.2009	Marketperformer	Porsche AG	17.08.2009	Outperformer			
CREDIT MUTUEL ARKEA	21.06.2010	Marketperformer	Portugal Telecom	10.05.2010	Outperformer			
CZECH REPUBLIC	16.06.2010	Outperformer	Portugal Telecom	06.05.2010	High Volatility			
CZECH REPUBLIC	16.09.2009	Marketperformer	RABOBANK NEDERLAND	04.03.2010	Underperformer			
Casino Guich.-Perr. S.A.	04.02.2010	Marketperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	13.04.2010	Marketperformer			
Casino Guich.-Perr. S.A.	16.11.2009	Outperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	15.12.2009	Underperformer			
Continental AG	08.01.2010	Marketperformer	REPUBLIC OF COLOMBIA	16.09.2009	Marketperformer			
DANSKE BANK A/S	04.02.2010	Underperformer	REPUBLIC OF CROATIA	16.06.2010	Outperformer			
DEUTSCHE BANK AG	05.02.2010	Marketperformer	REPUBLIC OF HUNGARY	24.07.2009	Outperformer			
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	04.03.2010	Marketperformer	REPUBLIC OF IRELAND	08.10.2009	Outperformer			
DNB NORBANK ASA	11.05.2010	Underperformer	REPUBLIC OF LATVIA	17.03.2010	Outperformer			
DNB NORBANK ASA	01.03.2010	Outperformer	REPUBLIC OF LITHUANIA	16.06.2010	Outperformer			
DNB NORBANK ASA	11.02.2010	Marketperformer	REPUBLIC OF LITHUANIA	17.03.2010	Marketperformer			
DNB NORBANK ASA	22.10.2009	Outperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	03.11.2009	Marketperformer			
Daimler AG	28.04.2010	Outperformer	REPUBLIC OF TURKEY	18.12.2009	Outperformer			
Deutsche Bahn AG	20.08.2009	Marketperformer	ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC	25.01.2010	Outperformer			
Deutsche Post AG	10.03.2010	Marketperformer	RWE AG	20.11.2009	Underperformer			
Deutsche Post AG	10.12.2009	Outperformer	RWE AG	30.07.2009	Marketperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	26.02.2010	Marketperformer	Roche Holding AG	24.07.2009	Marketperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	15.12.2009	Underperformer	SEB AB	11.05.2010	Marketperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	30.10.2009	Outperformer	SEB AB	28.04.2010	Outperformer			
Electricité de France (E.D.F.)	12.11.2009	Underperformer	SEB AB	21.10.2009	Underperformer			
Electricité de France (E.D.F.)	30.07.2009	Marketperformer	SNS BANK NEDERLAND	11.11.2009	Marketperformer			
EnBW	13.11.2009	Marketperformer	SOCIETE GENERALE	18.02.2010	Marketperformer			
Enel S.p.A.	17.09.2009	Outperformer	SVENSKA HANDELSBANKEN	11.05.2010	Underperformer			
FEDERAL REP OF GERMANY	05.11.2009	Underperformer	SVENSKA HANDELSBANKEN	01.03.2010	Outperformer			
France Telecom	29.04.2010	Marketperformer	SVENSKA HANDELSBANKEN	18.02.2010	Marketperformer			
France Telecom	16.12.2009	Underperformer	Sanofi-Aventis S.A.	11.02.2010	Marketperformer			
Fresenius SE	24.02.2010	Marketperformer	Telecom Italia S.p.A.	14.04.2010	Outperformer			
GDF SUEZ S.A.	22.07.2010	Underperformer	Telecom Italia S.p.A.	25.03.2010	temporary removed			
GOLDMAN SACHS GROUP INC	16.07.2010	Outperformer	Telecom Italia S.p.A.	01.10.2009	Outperformer			
GOLDMAN SACHS GROUP INC	30.04.2010	Marketperformer	Telekom Austria	16.12.2009	Marketperformer			
GOLDMAN SACHS GROUP INC	19.04.2010	Underperformer	TeliaSonera	20.05.2010	Marketperformer			
GOLDMAN SACHS GROUP INC	22.01.2010	Outperformer	TeliaSonera	16.12.2009	Underperformer			
HELLENIC REPUBLIC	08.10.2009	Outperformer	TeliaSonera	01.10.2009	Marketperformer			
HSBC HOLDINGS PLC	11.05.2010	Underperformer	ThyssenKrupp AG	12.02.2010	Marketperformer			
HSBC HOLDINGS PLC	01.03.2010	Marketperformer	UNICREDIT SPA	11.05.2010	Marketperformer			
HYPO REAL ESTATE HLDG AG	30.03.2010	Underperformer	UNICREDIT SPA	01.03.2010	Underperformer			
ING BANK NV	17.02.2010	Marketperformer	Vattenfall AB	17.12.2009	Underperformer			
INTESA SANPAOLO SPA	01.03.2010	Marketperformer	Vattenfall AB	30.07.2009	Marketperformer			
ITALIAN REPUBLIC	01.04.2010	Marketperformer	Veolia Environnement S.A.	10.05.2010	Underperformer			
Iberdrola S.A.	10.05.2010	Outperformer	Veolia Environnement S.A.	17.12.2009	Outperformer			
Iberdrola S.A.	22.10.2009	Marketperformer	Volkswagen AG	20.07.2010	Outperformer			

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

Ralf Raebel ,EMBA / CIIA	Analyst ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 14 08	ralf.raebel@dzbank.de
Tina Stumpf	Analyst ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 9 96 42	tina.stumpf@dzbank.de

ANSPRECHPARTNER

Capital Markets Deutschland / Österreich	Bereichsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Sales Institutionelle Kunden	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 63 70	NN
	Gruppenleiter Sales Institutionelle Deutschland	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 18 36	Thorsten Göttel
	Gruppenleiter Strukturierte Produkte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 40 07	Jörn Schneider
	Gruppenleiter Institutionelle Banken und Österreich	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Norbert Schäfer
Sales Banken	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Gruppenleiter Nord/Ost	+ 49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Gruppenleiter Bayern	+ 49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Gruppenleiter Mitte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
Sales Firmenkunden	Gruppenleiter Zentral	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	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
Consulting / Advisory	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
	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Gruppenleiter Liquidität Verbund	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 12 16	Marianne Höhler
Treasury			
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