

# ABS & STRUCTURED CREDITS

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Asset Backed Watcher

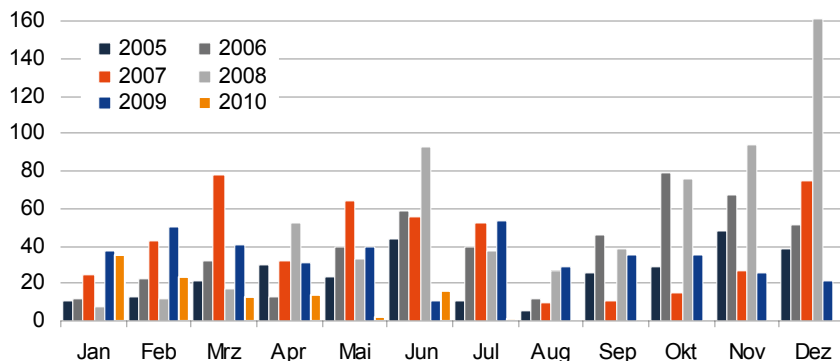
**Top story: „Europäische Finanzstabilitäts-Fazilität – die größte CDO aller Zeiten?“**

- » Nachdem Verbriefungen im Zuge der Finanzkrise ziemlich stark in Verruf geraten sind, stoßen wir aktuell in Bezug auf ihre positiven Einsatzmöglichkeiten in eine neue Dimension vor. Es geht um die Finanzstabilität in Europa und damit letztlich um die Vermeidung einer Zahlungsunfähigkeit sowie eines Kreditausfalls von Mitgliedsstaaten der Eurozone. Auf Basis eines Beschlusses der Europäischen Union vom 9. Mai wurde hierzu am 7. Juni die Europäische Finanzstabilitäts-Fazilität („European Financial Stability Facility“ bzw. EFSF) gegründet. Auch wenn offiziell diese Bezeichnung an keiner Stelle erscheint, ist die EFSF aus unserer Sicht nichts anderes als eine gigantische CDO mit einem – maximalen – Transaktionsvolumen von 440 Mrd. Euro, und damit vermutlich die größte Verbriefung aller Zeiten.
- » Nachfolgend stellen wir ihre Funktionsweise dar und ermitteln ein indikatives Rating bzw. indikative Rating-Sensitivitäten.

### Primär- und Sekundärmarkt

- » Das Sentiment im ABS Umfeld hat sich nach Ablauf der Global ABS Konferenz verbessert. Es besteht verstärktes Kaufinteresse in italienischen und niederländischen RMBS.

EMISSIONSVOLUMEN DES EUROPÄISCHEN STRUCTURED FINANCE MARKTES



Quelle: DZ BANK

### ANLEIHEN

Vierzehntäglich  
2.7.2010

#### INHALT

Europäische Finanzstabilitäts-Fazilität– die größte CDO aller Zeiten?	2
ITRAXX IM ÜBERBLICK	7
ABS-MARKT IM ÜBERBLICK (1)	8
ABS-MARKT IM ÜBERBLICK (2)	9
AKTUELLE PIPELINE	10
NEUEMISSIONEN	10
ABS	11
RMBS & CMBS	12
CDO	14
AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN	15
IMPRESSUM	19

## Europäische Finanzstabilitäts-Fazilität– die größte CDO aller Zeiten?

Nachdem Verbriefungen im Zuge der Finanzkrise ziemlich stark in Verruf geraten sind, stoßen wir aktuell in Bezug auf ihre positiven Einsatzmöglichkeiten in eine neue Dimension vor. Es geht um die Finanzstabilität in Europa und damit letztlich um die Vermeidung einer Zahlungsunfähigkeit sowie eines Kreditausfalls von Mitgliedsstaaten der Eurozone. Auf Basis eines Beschlusses der Europäischen Union vom 9. Mai wurde hierzu am 7. Juni die Europäische Finanzstabilitäts-Fazilität („European Financial Stability Facility“ bzw. EFSF) gegründet. Auch wenn offiziell diese Bezeichnung an keiner Stelle erscheint, ist die EFSF aus unserer Sicht nichts anderes als eine gigantische Collateralized Debt Obligation (CDO) mit einem - maximalen – Transaktionsvolumen von 440 Mrd. Euro, und damit vermutlich die größte Verbriefung aller Zeiten. Nachfolgend stellen wir ihre Funktionsweise dar und ermitteln ein indikatives Rating bzw. indikative Rating-Sensitivitäten. Von Seiten der Agenturen liegen hierzu noch keinerlei Informationen vor. Erklärtes Ziel der EU bzw. der EZB ist es jedoch, die Bestnote von AAA zu erzielen – und natürlich auch zu halten.

Kern der EFSF ist die gleichnamige Zweckgesellschaft in der Rechtsform einer AG bzw. S.A. nach luxemburgischen Recht, deren Gesellschafter die 16 Mitglieder der Euro-Zone sind und die folgenden – verbrieftypischen - Gesellschaftszweck verfolgt:

---

### GESELLSCHAFTSZWECK DER EFSF LT. SATZUNG

*„Zweck der Gesellschaft ist es, Mitgliedstaaten der Europäischen Union mit finanziellen Schwierigkeiten, deren Währung der Euro ist und die mit der Europäischen Kommission eine Absichtserklärung (...) unterzeichnet haben, welche politische Auflagen enthält, die Finanzierung zu erleichtern oder Finanzmittel (Anm.: bis zur Höhe von 440 Mrd. Euro) zur Verfügung zu stellen.*

*Hierzu kann die Gesellschaft Geld beschaffen, indem sie Finanzinstrumente ausgibt oder mit ihren Gesellschaftern oder Dritten Finanzierungsvereinbarungen schließt, in deren Rahmen die Verbindlichkeiten der Gesellschaft von einigen oder allen ihren Gesellschaftern verbürgt werden können, anderweitig besichert werden können oder von Kreditunterstützungsmechanismen profitieren können.“*

---

Quelle: Satzung der EFSF S.A. vom 7. Juni 2010

Durch den Einsatz einer Zweckgesellschaft in Verbindung mit struktureller Kreditbesicherung wird hier wie auch generell bei Verbriefungen erreicht, dass ein Rating unabhängig von der Bonität der die Verbriefung initiiierenden Banken, Unternehmen bzw. Staaten erteilt werden kann, da es nahezu ausschließlich auf die Transaktionsstruktur mit ihren Sicherungsmechanismen und die im Portfolio verbrieften Aktiva abstellt. Emittent der Refinanzierungsinstrumente ist die Zweckgesellschaft, und nicht ein einzelner Staat oder etwa unmittelbar die Gesamtheit aller Euro-Staaten, was als Alternative bereits seit geraumer Zeit diskutiert wird<sup>1</sup>. Denn welches Rating würde eine Gemeinschaftsanleihe, bei der alle oder mehrere Euro-Staaten als Emittent fungieren, bestenfalls erhalten? Es wäre das Rating des schwächsten Gliedes in der Kette, also des Landes mit dem schlechtesten Rating, da dessen Default technisch den Default der Gemeinschaftsanleihe nach sich ziehen würde.

---

<sup>1</sup> Vgl. SIFMA/European Primary Dealers Association: „A Common European Government Bond“, September 2008.

**Eine CDO mit AAA-Rating soll die Finanzstabilität in Europa sichern**

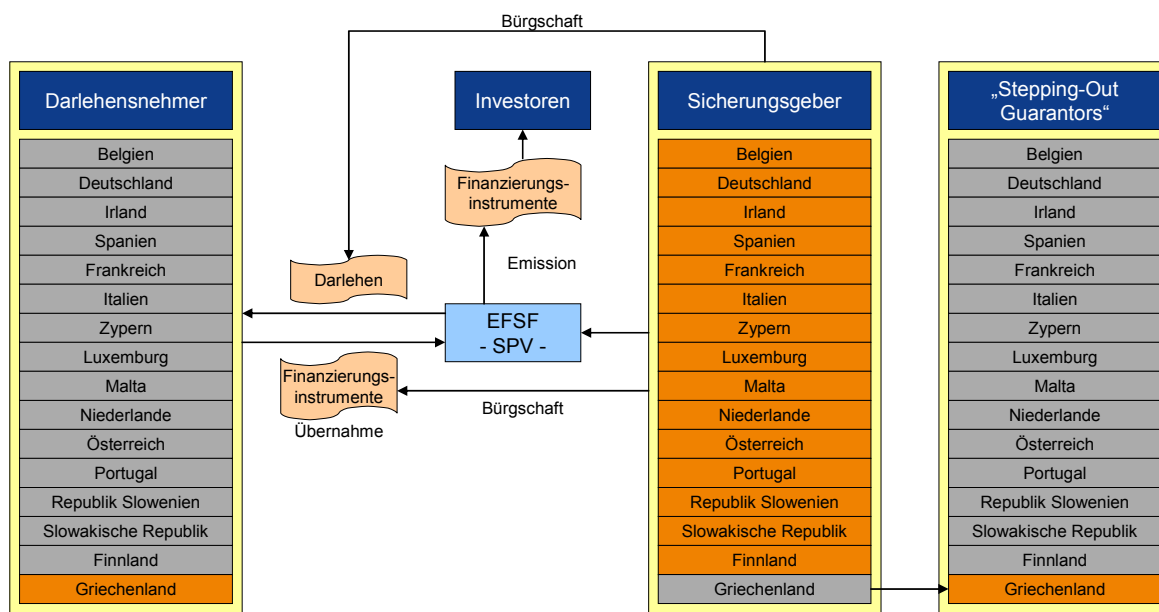
**Zweckgesellschaft als Kernelement**

**Strukturierte Emission durch Zweckgesellschaft vs. Gemeinschaftsanleihe**

Die Funktionsweise der EFSF, die wir nachfolgend nochmals grafisch dargestellt haben, wird im Rahmenvertrag zwischen den 16 Euro-Staaten und der EFSF vom 7. Juni detailliert beschrieben. Potenzielle „Darlehensnehmer“ sind demnach im Rahmen einer Darlehensfazilität in Höhe von bis zu 440 Mrd. Euro die 16 Euro-Staaten. Darlehen können bis zum 30. Juni 2013 beantragt werden, jedoch deutlich längere Laufzeiten aufweisen. Die EFSF kann die von ihr gewährten Darlehen durch Emission bzw. Übernahme, also Ankauf von „Finanzierungsinstrumenten“ (zum Beispiel Anleihen, Schuldscheine, Liquiditätswechsel), refinanzieren. Diese Finanzierungsinstrumente werden durch „unwiderrufliche und unbedingte Bürgschaften“ der Euro-Staaten als „Sicherungsgeber“ abgesichert. Als bedeutsame Ausnahme von der Regel gelten Euro-Staaten nicht mehr als Sicherungsgeber, die „zeitlich vor der Emission dieser Finanzierungsinstrumente als Bürge ausfallen oder ausgefallen sind [weil sie selbst zu einem Empfängerland werden] und somit als ‚Stepping-Out Guarantor‘ gelten.“ Griechenland gilt laut Rahmenvertrag vom ersten Tag der Vereinbarung an, als „Stepping-Out Guarantor“.

**Funktionsweise der Struktur**

**TRANSAKTIONSSTRUKTUR DER EFSF**



Quelle: DZ BANK

Muss ein Euro-Staat Hilfe beantragen und wird dadurch zum Stepping-Out Gurantor, kann er bei den anderen Sicherungsgebern die Aussetzung seiner Zusage beantragen, weitere Bürgschaften zu übernehmen. Weitere, also danach zu übernehmende Bürgschaften müssen von den verbleibenden Sicherungsgebern getragen werden, so dass sich der Verteilungsschlüssel grundsätzlich fortwährend ändern kann. Allerdings bleibt von derartigen Anpassungen die Haftung des Stepping-Out Guarantors aus bereits bestehenden Bürgschaften unberührt.

**Dynamischer Verteilungsschlüssel für Bürgschaften**

In der Ausgangssituation – inklusive Griechenland als potentiellm Garantiegeber - verteilt sich der Anteil einzelner Euro-Staaten – die Sicherungszusage - am gesamten maximalen Bürgschaftsrahmen von 440 Mrd. Euro in Abhängigkeit ihres Anteils

**Beispiel für Verteilung der Sicherungszusagen mit und ohne Stepping-Out Guarantors**

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

am gezeichneten Kapital der EZB. Exemplarisch haben wir die angepassten Sicherungszusagen dargestellt, wie sie sich ergeben würden, wenn neben Griechenland auch alle anderen Peripherie-Staaten zu Stepping-Out Guarantors mutieren würden.

**VERTEILUNG DER SICHERUNGZUSAGEN OHNE STEPPING-OUT GUARANTOR**

Sicherungsgeber	Sicherungszusage (Mio. Euro)	Gez. Kapital EZB	Beitragsschlüssel (gez. Kapital der EZB, in %)	Rating S&P	Outlook S&P	Rating Moody's	Outlook Moody's	Rating Fitch	Outlook Fitch	CDS 5Y (24.Juni 2010)	Implizite Ausfall-wahrscheinlichkeit
Königreich Belgien	15.292	2.4256	3.4755%	AA+	stable	Aa1	stable	AA+	stable	135	
Bundesrepublik Deutschland	119.390	18.9373	27.1341%	AAA	stable	Aa1	stable	AAA	stable	43	
Irland	7.002	1.1107	1.5915%	AA	negative	Aa1	negative	AA-	stable	270	21.23%
Königreich Spanien	52.353	8.3040	11.8933%	AA	negative	Aa1	stable	AA+	stable	250	19.82%
Französische Republik	89.657	14.2212	20.3767%	AAA	stable	Aa1	stable	AAA	stable	90	
Italienische Republik	78.794	12.4966	17.9056%	A+	stable	Aa2	stable	AA-	stable	185	15.08%
Republik Zypern	863	0.1369	0.1962%	A+	stable	Aa3	stable	AA-	stable	n/a	
Großherzogtum Luxemburg	1.101	0.1747	0.2503%	AAA	stable	Aa1	stable	AAA	stable	n/a	
Republik Malta	398	0.0632	0.0906%	A	stable	A1	stable	A+	stable	n/a	
Königreich der Niederlande	25.144	3.9882	5.7144%	AAA	stable	Aa1	stable	AAA	stable	50	
Republik Österreich	12.241	1.9417	2.7821%	AAA	stable	Aa1	stable	AAA	stable	85	
Portugiesische Republik	11.035	1.7504	2.5080%	A-	negative	Aa2	watch negative	AA-	negative	320	24.63%
Republik Slowenien	2.073	0.3288	0.4711%	AA	stable	Aa2	stable	AA	stable	85	
Slowakische Republik	4.372	0.6934	0.9935%	A+	stable	Aa1	stable	A+	stable	95	
Republik Finnland	7.905	1.2539	1.7966%	AAA	stable	Aa1	stable	AAA	stable	34	
Hellenische Republik	12.388	1.9649	2.8154%	BB+	negative	Ba1	stable	BBB-	negative	985	58.14%
	440.000	69.7915	100.0000%								

**VERTEILUNG DER SICHERUNGZUSAGEN MIT DEN PERIPHERIE-STAATEN ALS STEPPING-OUT GUARANTORS**

Sicherungsgeber	Sicherungszusage (Mio. Euro)	Kalkulatorisches gez. Kapital EZB	Beitragsschlüssel (gez. Kapital der EZB, in %)	Rating S&P	Outlook S&P	Rating Moody's	Outlook Moody's	Rating Fitch	Outlook Fitch	CDS 5Y (24.Juni 2010)	Implizite Ausfall-wahrscheinlichkeit
Königreich Belgien	24.165	2.4256	5.4921%	AA+	stable	Aa1	stable	AA+	stable	135	
Bundesrepublik Deutschland	188.666	18.9373	42.8786%	AAA	stable	Aa1	stable	AAA	stable	43	
Irland	0	0.0000	0.0000%	AA	negative	Aa1	negative	AA-	stable	270	21.23%
Königreich Spanien	0	0.0000	0.0000%	AA	negative	Aa1	stable	AA+	stable	250	19.82%
Französische Republik	141.681	14.2212	32.2002%	AAA	stable	Aa1	stable	AAA	stable	90	
Italienische Republik	0	0.0000	0.0000%	A+	stable	Aa2	stable	AA-	stable	185	15.08%
Republik Zypern	1.364	0.1369	0.3100%	A+	stable	Aa3	stable	AA-	stable	n/a	
Großherzogtum Luxemburg	1.740	0.1747	0.3956%	AAA	stable	Aa1	stable	AAA	stable	n/a	
Republik Malta	630	0.0632	0.1431%	A	stable	A1	stable	A+	stable	n/a	
Königreich der Niederlande	39.733	3.9882	9.0302%	AAA	stable	Aa1	stable	AAA	stable	50	
Republik Österreich	19.345	1.9417	4.3965%	AAA	stable	Aa1	stable	AAA	stable	85	
Portugiesische Republik	0	0.0000	0.0000%	A-	negative	Aa2	watch negative	AA-	negative	320	24.63%
Republik Slowenien	3.276	0.3288	0.7445%	AA	stable	Aa2	stable	AA	stable	85	
Slowakische Republik	6.908	0.6934	1.5700%	A+	stable	Aa1	stable	A+	stable	95	
Republik Finnland	12.492	1.2539	2.8391%	AAA	stable	Aa1	stable	AAA	stable	34	
Hellenische Republik	0	0.0000	0.0000%	BB+	negative	Ba1	stable	BBB-	negative	1000	58.67%
	440.000	44.1649	100.0000%								

Quelle: DZ BANK

Die Struktur enthält einen im EFSF-Rahmenvertrag etwas verklausiert formulierten Überbesicherungs-Mechanismus, typisch für eine CDO, in Höhe von 120%. In dieser Höhe haften die Sicherungsgeber-Staaten bei einzelnen Emissionen, bezogen auf Kapital, Zinsen und sonstige fällige Beträge der Finanzinstrumente. Da der gesamte Programmrahmen von 440 Mrd. Euro hierdurch nicht berührt wird, reduziert sich das insgesamt maximal mögliche Darlehensvolumen entsprechend auf 367 Mrd. Euro. Weiterhin ist eine „Servicegebühr“ von 50 Basispunkten, bezogen auf die Nennbeträge der Darlehen, vorgesehen, um die sich entsprechend der valutierte Betrag reduziert. Gemeinsam mit dem erwarteten Netto-Barwert der Darlehens-Marge fließen die Beträge in eine zusätzliche Sicherheit in Form einer „Bar-Reserve“ ein. Zusätzlich beinhaltet die Bar-Reserve auch „alle Einkünfte und alles aus der Investition dieser Beträge generierte Vermögen“. Der Vorstand der EFSF wird noch entsprechende Anlagerichtlinien formulieren. Darüber hinaus können die Euro-Staaten optional „im Wege eines einstimmigen Beschlusses sonstige andere Mechanismen zur Bonitätssteigerung genehmigen und verabschieden“. Der EFSF-Rahmenvertrag nennt als Beispiele hierfür unter anderem die Gewährung von nachrangigen Darlehen an die EFSF, Liquiditätslinien sowie die Emission von nachrangigen Schuldscheinen durch die EFSF.

**Strukturelle Besicherungsmechanismen der Transaktion**

Zahlt ein Darlehensnehmer nicht oder verspätet und entsteht hieraus auf Ebene der EFSF-Finanzinstrumente ein Fehlbetrag in Bezug auf fällige Zins- oder Kapitalzah-

**Reihenfolge der Sicherungsmechanismen im Bedarfsfall**

lungen, greifen die oben beschriebenen Sicherungsinstrumente in der Reihenfolge (1) Ziehung der Bürgschaft, anteilig bei den involvierten Sicherungsgebern, (2) Inanspruchnahme der Bar-Reserve und (3) Implementierung der o.g. optionalen „anderen Sicherungsmechanismen“.

#### ERGEBNISSE DER RATING-SIMULATIONEN

Szenario	Beschreibung	Ergebnis	Kommentar
Basis-Szenario	15 Sicherungsgeber (ex Griechenland); Durchschnitts-Rating AAA; Laufzeit 5,5 Jahre (31.12.2015)	Erforderliche Kreditbesicherung für AAA: 18%	n/a
Downgrades Variante 1	Rating-Herabstufung aller Sicherungsgeber um alternativ 1/2/3 Notches	Erforderliche Kreditbesicherung für AAA: 20,3%/23,7%/25,5%. Folge wäre c.p. Downgrade auf AA+.	Effekt sowohl auf „alte“, als auch auf „neue“ Finanzinstrumente, da Kreis der Sicherungsgeber im Zeitverlauf unverändert bleibt. „Neu“ und „Alt“ bezieht sich zeitlich jeweils auf die Begebung bzw. Übernahme nach bzw. vor der Wirkung des Szenarios.
Downgrades Variante 2:	Parallele Rating-Herabstufung aller Peripherie-Staaten (ex Griechenland) auf BBB.	Folge wäre c.p. Downgrade auf AA+.	
Migration in Stepping-Out Guarantors Variante 1	Kumulative Migration der Peripherie-Staaten von Sicherungsgebern zu Stepping-Out Guarantors (in der Reihenfolge ihrer CDS-Levels per Ende Juni)	Weiterhin AAA-Rating nach Migration von Portugal und Irland. Zusätzlicher Step out von Spanien und Italien führt zu Downgrade auf AA+.	Effekt c.p. ausschließlich auf „neue“ Finanzinstrumente, die nach Step out begeben bzw. übernommen werden, da sich Kreis der Sicherungsgeber ändert. Tendenziell geht Step out jedoch mit individuellem Downgrade einher, woraus sich indirekt Effekt auf „alte“ Finanzinstrumente ergibt.
Migration in Stepping-Out Guarantors Variante 2	Exemplarischer Step out von Frankreich als Nicht-Peripherie-Staat	Downgrade auf AA+ resultiert aus a) relativ hoher Sicherungszusage in Verbindung mit b) AAA-Rating	
Defaults	Kumulativer Default der Peripherie-Staaten (ex Griechenland; in der Reihenfolge ihrer CDS-Levels per Ende Juni)	Nach Default Portugals bleibt AAA erhalten; Default Irlands führt zu Downgrade auf AA+; nach Default Spanien Downgrade auf AA; nach Default Italiens Downgrade auf B+.	Effekt c.p. ausschließlich auf „alte“ Finanzinstrumente; für „neue“ Finanzinstrumente verkleinert sich der Kreis der Sicherungsgeber und es geht Diversifizierung verloren; tendenziell verbessert sich jedoch das Durchschnitts-Rating der Sicherungsgeber; dieser gegenläufige Effekt wirkt indirekt auf „neue“ Finanzinstrumente.

#### Ergänzende Anmerkungen zum Rating:

- (1) Entscheidend ist nicht durch wen, wann und in welchem Umfang eine Inanspruchnahme der Darlehen erfolgt, sondern welche Bonität aus dem Zusammenspiel von Bürgschaften in Verbindung mit anderen Sicherungsinstrumenten generiert wird.
- (2) Nach der kriseninduziert überarbeiteten CDO-Methodik von S&P müssen ergänzend grundsätzlich auch einige qualitative Tests bestanden werden, zum Beispiel im Hinblick auf bestimmte Portfolio-Kennzahlen. Dies war bei unseren Berechnungen nie der Fall, vermutlich wegen der einseitigen Portfolio-Struktur. Wie sich die Agentur in diesem Fall in Bezug auf die Tests verhält, vermögen wir nicht zu beurteilen.
- (3) Das zu beurteilende „Portfolio“ der Sicherungsgeber kann sich im Laufe der Zeit verändern. Neben einer gewissen Rating-Migration ist damit zu rechnen, dass weitere Länder zum „Stepping-Out Guarantor“ werden. (3) Erhält ein Land den „Stepping-Out Guarantor“-Status, bleibt es mit Wirkung für bereits vom EFSF begebene/übernommene Finanzinstrumente im Portfolio der Sicherungsgeber enthalten, mit einem tendenziell schlechten bzw. schlechter werdenden Rating. Gleichzeitig bleibt insoweit der rein zahlenmäßige Grad der Diversifizierung konstant. Jeder zusätzliche „Stepping-Out Guarantor“ reduziert die Portfoliodiversifizierung. Andererseits erhöht sich tendenziell die durchschnittliche Bonität der Sicherungsgeber.
- (4) Das Durchschnitts-Rating der Sicherungsgeber ist nur ein Indikator für das Rating der Finanzinstrumente des EFSF bzw. stellt die Ausgangsbasis hierfür dar. Zusätzlich sind Effekte aus Besicherungsmechanismen zu berücksichtigen sowie natürlich auch die Laufzeit der Finanzinstrumente.
- (5) Nach unserem Verständnis können sich die Rahmendaten für das Rating von neuen EFSF-Finanzinstrumenten bis zum Ende des Antragszeitraums für Darlehen am 30. Juni 2013 laufend verändern, so dass die Neuemissions-Ratings grundsätzlich jeweils von neuem ermittelt werden müssen und prinzipiell auch voneinander abweichen können.
- (6) Bemerkenswert ist in jedem Falle die oben erwähnte, ex ante explizit vorgesehene Option einer „Nachbesicherung“ bzw. von bei Bedarf ergänzenden, ursprünglich nicht vorhandenen „Mechanismen zur Bonitätssteigerung“. Diese Option ist aus unserer Sicht als Indiz dafür zu werten, dass wir bei EFSF-Finanzinstrumenten vermutlich keine „normale“ Rating-Migration sehen werden, da auf Biegen und Brechen versucht werden wird, das Ziel-Rating von AAA aufrecht zu erhalten.
- (7) Grundsätzlich – unter Vernachlässigung insbesondere des Drucks, der auf den Agenturen lastet – unterliegen die EFSF-Finanzinstrumente einer „natürlichen“ Rating-Migration, das heißt Herabstufungen sind möglich, vor allem auf Grund von Rating-Herabstufungen im Portfolio der Sicherungsgeber.

Quelle: DZ BANK

Wir haben unter vereinfachenden Annahmen in Bezug auf die Transaktionsstruktur auf Basis der Rating-Methodik von S&P für synthetische CDOs einige Rating-

**Vereinfachte, indikative Rating-Simulation**

Simulationen durchgeführt. In Bezug auf das Emissions-Rating kommen wir bei einem Ziel-Rating von AAA auf eine erforderliche Kreditbesicherung im Bereich von 18%, was allein durch die Übersicherung von 20% erfüllt wäre. Es ist davon auszugehen, dass natürlich im Vorfeld mit den Rating-Agenturen gesprochen und die Höhe der Übersicherung entsprechend bemessen wurde. Die Ergebnisse verschiedener Simulationen im Hinblick auf die Rating-Sensitivität im Zeitverlauf haben wir in der Tabelle auf der vorherigen Seite zusammen gefasst.

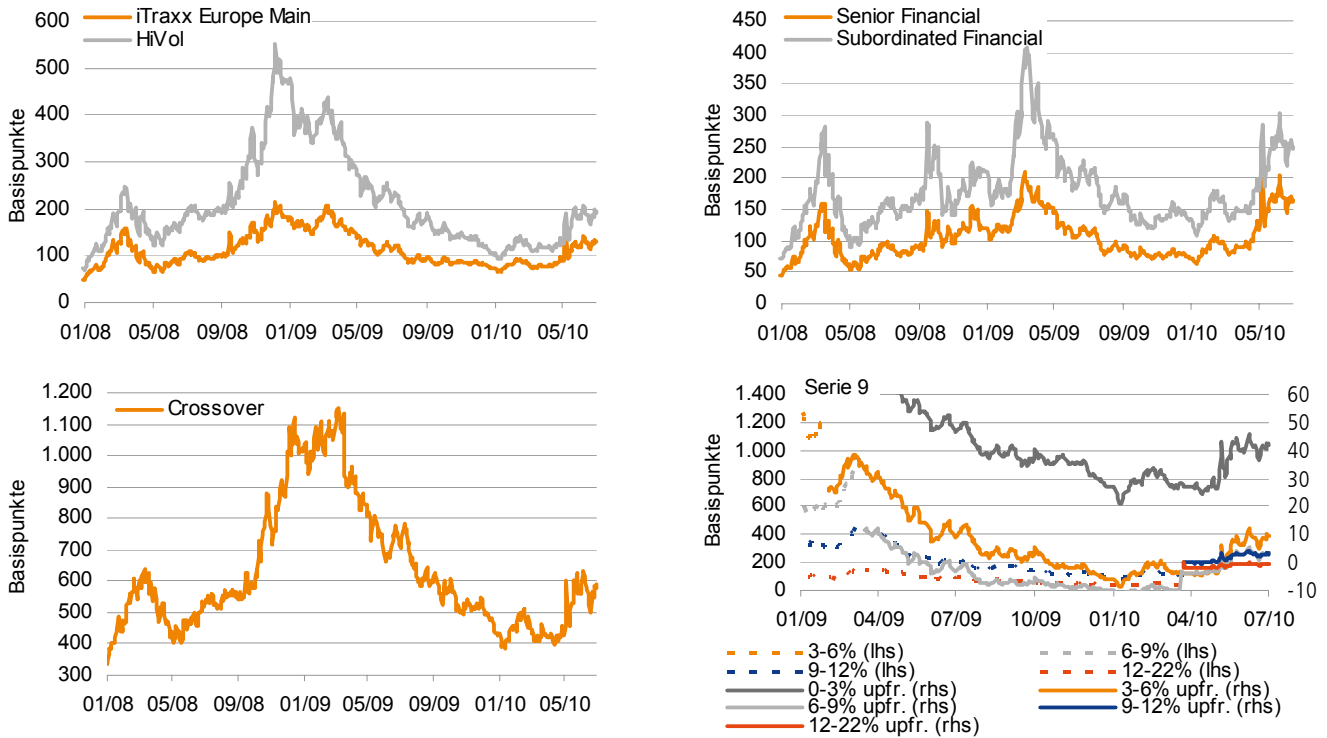
Als Fazit bleibt festzuhalten, dass die Bonitätsbeurteilung der EFSF- dem Anlass entsprechend - ein außergewöhnliches Unterfangen ist. Der auf den Rating-Agenturen wie auch der auf den Euro-Staaten lastende (Erwartungs-Druck) ist beträchtlich. So hat beispielsweise die Herabstufung von Griechenland zu harscher Kritik von offizieller Seite geführt und nicht zuletzt deshalb wird auf EU-Ebene derzeit laut über die Gründung einer europäischen Rating-Agentur nachgedacht und damit demonstrativ ein Damoklesschwert über allen derzeit aktiven Agenturen aufgehängt. Auf der anderen Seite hätten Rating-Herabstufungen im Zusammenhang mit der EFSF fatale Signalwirkungen für den Markt zur Folge, die weit über den unmittelbaren Effekt einer relativen Verteuerung der EFSF-Finanzinstrumente hinausgehen und die Handlungsfähigkeit der Euro-Zone bzw. den Währungsraum an sich in Frage stellen dürften. Es gibt von daher im Grunde keine Alternative zu einem AAA-Rating, das zudem im Zeitverlauf stabil, wenn nicht gar in Stein gemeißelt sein muss. Wir haben bei unseren vereinfachten Berechnungen wichtige Strukturelemente wie die Bar-Reserve und die optionalen Nachbesicherungsmöglichkeiten nicht berücksichtigt, die einerseits natürlich Rating-stabilisierend wirken, andererseits ex definitione belegen, dass die Euro-Staaten bei Bedarf alle Hebel in Bewegung setzen werden, um ein AAA-Rating zu bewahren. Es kann davon ausgegangen werden, dass notfalls ein Hebel auch bei den Rating-Agenturen selbst ansetzt und entsprechend Druck auf diese ausgeübt wird. Die Situation ist somit etwas bizarr, wenn man berücksichtigt, dass viele Vorwürfe gegenüber den Agenturen ja gerade ihre Unabhängigkeit vom Auftraggeber der Ratings in Frage stellen. Kritisch wird auf den potenziellen Interessenkonflikt hingewiesen, welcher aus dem „issuer-pays“-Geschäftsmodell resultiert, zuletzt im Rahmen der von der EU-Kommission am 3. Juni gemachten Vorschläge zur künftigen Regulierung der Rating-Agenturen (vgl. hierzu unseren Beitrag „QUIS CUSTODIET IPSOS CUSTODES ?“ im Asset Backed Watcher vom 7. Juni).

## Fazit

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

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	127,2	2,1	9,1	8,4	52,7	131,6	4,4	1,7	9,5	9,4	53,9
HiVol	30	177,4	10,0	15,1	7,5	70,0	194,9	17,6	10,1	16,2	9,6	77,9
Crossover	50	506,2	0,0	1,1	-31,3	117,9	543,5	37,3	0,0	0,1	-29,2	120,4
Non-Financials	100	111,9	0,0	-2,8	3,6	35,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Financials Senior	25	162,1	-4,7	4,5	-8,8	74,7	164,0	2,0	-4,8	4,0	-8,2	73,7
Financials Subordinated	25	244,5	-4,5	7,2	-16,7	104,4	249,6	5,1	-4,4	6,1	-15,9	103,4

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.	42,5	0,6	2,5	2,2	15,6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
3-6%	% Upf. +500 Bp p.a.	9,6	0,5	2,1	3,1	13,8	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
6-9%	% Upf. +300 Bp p.a.	3,5	0,1	0,9	0,5	7,6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
9-12%	% Upf. +100 Bp p.a.	3,1	0,1	0,4	0,3	3,4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
12-22%	% Upf. +100 Bp p.a.	-0,5	0,1	0,2	0,1	1,5	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
<b>RMBS</b>				
Deutschland	n.a.			
Spanien	400 – 600	↗		
Italien	130 – 160	→		
Niederlande	120 – 170	↗		
UK Prime	160 – 220	↗		
UK Non-Conforming	350 – 550	↗		
<b>CMBS</b>	500 – 750	↗		
<b>ABS</b>				
Consumer-ABS	260 – 400	↗		
Lease-ABS	90 - 220	↘		
<b>CDO</b>				
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

- » Die Ankündigung des Cleanup Calls von CRSM 8 per 13. August 2010 hat für eine deutliche Spread-Einengung der CRSM 9 und CRSM 10 gesorgt.
- » Nach der europäischen ABS Konferenz in London war das Sentiment im ABS Umfeld ziemlich gut, allerdings kam es im Rahmen der Verunsicherungen an den restlichen Kapitalmärkten zu einigen Spreads ausweitungen in Granites und anderen ABS Assetklassen. Aktuelle sehen wir wieder verstärktes Kaufinteresse in italienischen und niederländischen RMBS.
- » Der Auto ABS Markt zeigt sich sehr stabil bei Levels um +95bp.

### Aktuelle Offerten des ABS-Handels

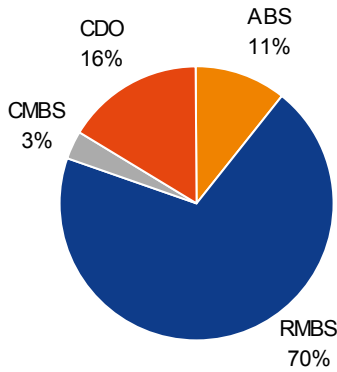
Assetklasse	Land	Transaktion	Tranche	Originator	Rating	WAL	Geld	Brief	DM (Geld)	DM (Brief)
Auto	DE	Driver 7	A	VW Bank	AAA	1,78	99,14		+95	
RMBS	IT	BPLR 2004	A2	Bipielle Group	AAA	1,1	98,43	98,69	+165	+140
RMBS	NL	DMPL II	A	Achmea Hypotheekbank	AAA	2,24	97,25		+150	

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

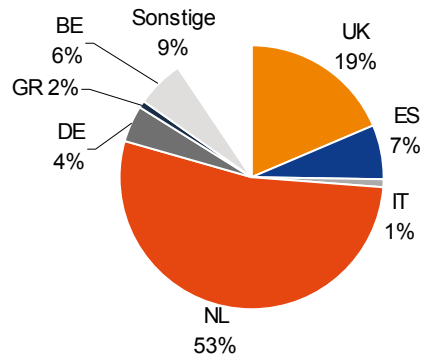
DZ ABS Trading:  
Christopher Schumann (Tel. 069/7447-90105)  
Christian Hollmann (Tel. 069/7447-42307)  
Lucia Kraus (Tel. 069/7447-90402)

## ABS-MARKT IM ÜBERBLICK (2)

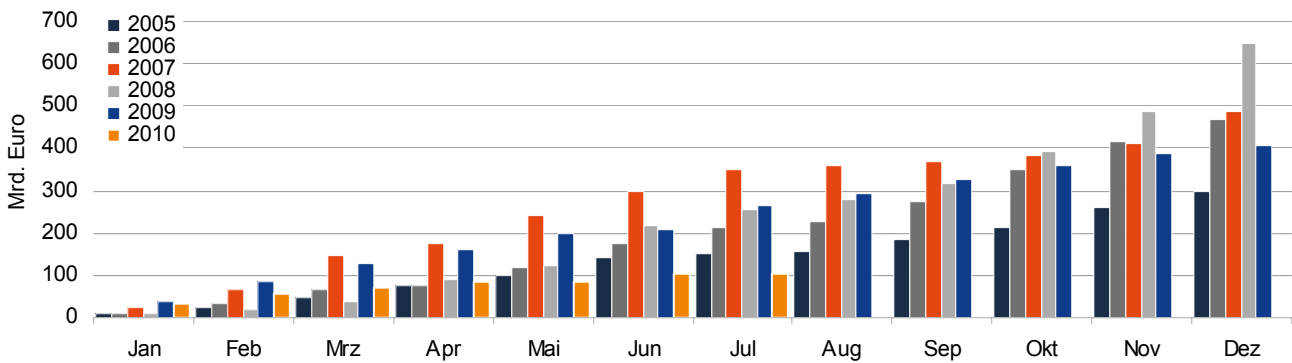
ANTEIL DER ASSETKLASSEN 2010 Y-T-D



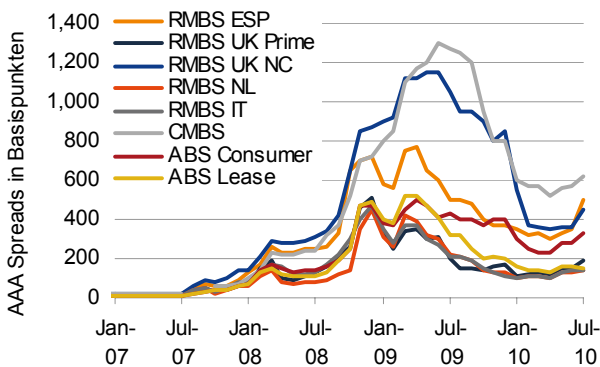
ANTEIL DER LÄNDER 2010 Y-T-D



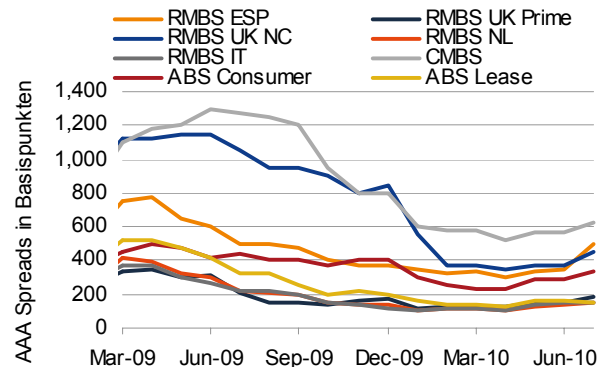
KUMULIERTES EMISSIONSVOLUMEN DES EUROPÄISCHEN STRUCTURED FINANCE MARKTES



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		
Cars Alliance Germany 2010-1	Auto ABS	DE	RCI Banque Germany	TS	tbd	n/a	tbd	n/a	n/a	EUR 1.000,0	1,00
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
Hipototta 11	RMBS	ES	Banco Santander Totta	TS	tbd	n/a	n/a	n/a	n/a	EUR 2.040,0	2,04
Moorgate 2010-1	NC RMBS	UK	Mortgages plc, Wave Lending und Edeus	TS	tbd	tbd	tbd	tbd	tbd	GBP 770,0	0,94
Tesco Prop 3											
Summe ABS											1,00
Summe MBS											2,98
Summe CDO											2,00
Summe Pipeline Gesamt											5,98

## NEUEMISSIONEN

Transaktion	Assetklasse	Land	Originator	Volumen (Mio.)	Mrd. Euro
<b>ABS</b>					
Globaldrive 2010-A	Auto ABS	DE	FCE Bank	EUR 474,45	0,47
Santander Consumer Spain Auto 2010-1	Auto ABS	ES	Santander Consumer EFC	EUR 688,5	0,69
<b>MBS</b>					
Fosse Master Issuer 2010-3	RMBS	UK	Alliance & Leicester PLC	GBP 3.000,0	3,64
Madrid Residential II	RMBS	ES	Caja Madrid	EUR 600,0	0,60
Notting Hill Housing Trust	CMBS	UK	Notting Hill Housing Trust	GBP 180,0	0,22
Penates Funding 3	RMBS	BE	Dexia Bank Belgium	EUR 6.060,0	6,06
Tesco Property 3	CMBS	UK	Tesco plc	GBP 958,45	1,16
<b>CDO</b>					
Pelican SME No. 1	SME CLO	PT	Caixa Economica Montepio Geral	EUR 1.205,8	1,21
Valhalla II	CLO	DK	Arbejdernes Landsbank, Den Jyske Spar-kasse, Max Bank, Ostjyds Bank, Skjern Bank, Sparekassen Sjælland und Tonder Bank	EUR 348,0	0,35
<b>Summe</b>					<b>14,40</b>

## ABS

### NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Globaldrive 2010-A	A	EUR	474,5	2,19	1mE	160	Aaa	AAA	NR
Bloomberg	GLDR 2010-A									
Assetklasse	Auto ABS									
Land	Deutschland									
Originator	FCE Bank									
Volumen	EUR 474,45 Mio.									
Pricing	24.06.2010									

- Pool aus 41.517 deutschen Autokrediten im durchschnittlichen Volumen von 12.755 Euro

- WA Seasoning 4,51 Monate; CE 10,4% Subordination und 3,1% Reservekonto

Transaktion	Santander Consumer Spain Auto 2010-1	A	EUR	493,5	n/a	3mE	70	Aaa	NR	AAA
Bloomberg	tbd	B	EUR	57,0	n/a	3mE	120	Aa2	NR	A+
Assetklasse	Auto ABS	C	EUR	49,5	n/a	3mE	150	Baa2	NR	A+
Land	Spanien	D	EUR	88,5	n/a	3mE	65	Ca	NR	NR
Originator	Santander Consumer EFC									
Volumen	EUR 688,5 Mio.									
Pricing	02.07.2010									

- Pool aus 60.566 spanischen Autokrediten; davon 96,3% an Privatpersonen und 3,7% an Firmen.

- WA Seasoning kleiner 1 Jahr; 27,05% Andalusien, 10,89% Katalonien, 10,61% Madrid

Quelle: DZ BANK

## RMBS & CMBS

### NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Fosse Master Issuer 2010-3	A1	GBP	1.000,0	n/a	n/a	n/a	Aaa	AAA	AAA
Bloomberg	tbd	A2	GBP	1.000,0	n/a	n/a	n/a	Aaa	AAA	AAA
Assetklasse	RMBS	A3	GBP	1.000,0	n/a	n/a	n/a	Aaa	AAA	AAA
Land	Großbritannien									
Originator	Alliance & Leicester PLC									
Volumen	GBP 3.000,0 Mio.									
Pricing	21.06.2010									

- Transaktion wurde vollständig bei einem Investor privat platziert. Nähere Informationen liegen uns nicht vor.

Transaktion	Madrid Residential II	A	EUR	456,0	6,09	3mE	40	Aaa	AAA	NR
Bloomberg	MDRIR 2010-1	B	EUR	144,0	18,47	3mE	55	NR	NR	NR
Assetklasse	RMBS									
Land	Spanien									
Originator	Caja Madrid									
Volumen	EUR 600,0 Mio.									
Pricing	30.06.2010									

- High LTV RMBS der Caja Madrid. WA LTV 90,8%

- 14% des Pools bestehen aus Darlehen an Nicht-Spanier.

Transaktion	Notting Hill Housing Trust		GBP	180,0	n/a	5,25%	fix	Aa3	NR	NR
Bloomberg	NOTHIH									
Assetklasse	CMBS									
Land	Großbritannien									
Originator	Notting Hill Housing Trust									
Volumen	GBP 180 Mio.									
Pricing	30.06.2010									

- Besichert ist diese Anleihe, die eine Mischform aus Verbriefung und besichertem Unternehmenskredit darstellt, mit Sozialwohnungen Notting Hill Housing Group, einer Tochtergesellschaft des Notting Hill Housing Trusts.

- Die Anleihe besitzt bei einer Laufzeit von 32 Jahren einen halbjährlich gezahlten Coupon von 5,25% und wurde zu 99,861% emittiert. Dies entspricht einem Spread von 110 Bp versus der 4,25% UKT 2042 Rate.

Transaktion	Penates Funding 3	A1	EUR	2.250,0	1,85	3mE	90	NR	AAA	AAA
Bloomberg	PENAT 2010-1	A2	EUR	3.195,0	4,06	3mE	110	NR	AAA	AAA
Assetklasse	RMBS									
Land	Belgien									
Originator	Dexia Bank Belgium									
Volumen	EUR 6.060,0 Mio.									
Pricing	25.06.2010									

- Pool aus 108.029 Darlehen im Volumen von insgesamt 6,4 Mrd. Euro. WA LTV 90,8%

- Seasoning 41,7 Monate.

	Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch	
Transaktion	Tesco Property Finance 3		GBP	958,45	22,4	5,744%	fix	A3	A-	A-
Bloomberg	TSCOLN									
Assetklasse	CMBS									
Land	Großbritannien									
Originator	Tesco plc									
Volumen	GBP 958,45 Mio.									
Pricing	30.06.2010									

- Die Transaktion verbrieft eine Sale-and-leaseback-Finanzierung von 41 Supermärkten der britischen Tesco-Gruppe, die hierfür eine Mietgarantie gegeben hat.

- Der Marktwert der Immobilien wird auf 924 Mio. GBP taxiert, entsprechend einem LTV von 103,7%

Quelle: DZ BANK

## CDO

### NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Pelican SME No. 1	A	EUR	577,5	3,07	3mE	60	NR	NR	AAA
Bloomberg	PELIS 2010-1	B	EUR	472,5	3,07	3mE	100	NR	NR	NR
Assetklasse	SME CLO	C	EUR	7,3	3,07	3mE	150	NR	NR	NR
Land	Portugal	V	EUR	117,0	3,07	3mE	80	NR	NR	NR
Originator	Caixa Economica Montepio Geral	R	EUR	31,5	3,07	n/a	n/a	NR	NR	NR
Volumen	EUR 1.205,8 Mio.									
Pricing	23.06.2010									

- Pool aus 9.982 Darlehen im ausstehenden Volumen von 1,16 Mrd. Euro.

- Konzentration: geografisch 36,83% in Lissabon, sektoriell 42,9% Baubranche.

Transaktion	Valhalla II SA		EUR	348,0	n/a	3mE	39	Aaa	NR	AAA
Bloomberg	VALHAI									
Assetklasse	CLO									
Land	Dänemark									
Originator	Arbejdernes Landsbank, Den Jyske Sparkasse, Max Bank, Ostjydsk Bank, Skjern Bank, Sparekassen Sjælland und Ton- der Bank									
Volumen	EUR 348,0 Mio.									
Pricing	22.06.2010									

- Die Transaktion verbrieft Darlehen an 7 dänische Regionalbanken und verfügt über eine Staatsgarantierte des Dänischen Königreichs.

Quelle: DZ BANK

## AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
30.06.2010	AMSTEL SECURITISATION OF CONTINGENT OBLIGATIONS 2006-1	A1	S&P	Affirmation	AAA/ Watch negative	AAA
ABS	Diverse	A1+	S&P	Affirmation	AAA/ Watch negative	AAA
	AMSCO 2006-1X	B	S&P	Affirmation	AA/ Watch negative	AA
		C	S&P	Upgrade	A/ Watch negative	A+
		D	S&P	Upgrade	BBB/ Watch negative	A-
		E	S&P	Upgrade	BB/ Watch negative	BB+
25.06.2010	LOCAT SECURITISATION VEHICLE 2008-5	B	S&P	Affirmation	A/ Watch negative	A
ABS	Italien	C	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	B+
	LOCAT 2008-5					
22.06.2010	TITLOS 2009-1	A	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Ba2
ABS	Griechenland					
	TTLOS 2009-1					
21.06.2010	LOCAT SECURITISATION VEHICLE 2005-3	B	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	A-
ABS	Italien	C	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	BB+
	LOCAT 2005-3					
21.06.2010	LOCAT SECURITISATION VEHICLE 2006-4	B	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	A-
ABS	Italien	C	S&P	Affirmation	B+/ Watch negative	B+
	LOCAT 2006-4					
01.07.2010	TITAN EUROPE 2006-1	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa1
CMBS	Deutschland	B	Moody's	Downgrade	Baa1/ Watch negative	B2
	TITN 2006-1X	C	Moody's	Downgrade	B1/ Watch negative	Caa2
		D	Moody's	Downgrade	Caa2/ Watch negative	Ca
		E	Moody's	Downgrade	Ca/ Watch negative	C
30.06.2010	CAJA LABORAL FTA 2006-1	B	Fitch	Upgrade	AA	AA+
RMBS	Spanien					
	CLAB 2006-1					
30.06.2010	CAJA LABORAL FTA 2008-2	C	Fitch	Downgrade	BB+	B
RMBS	Spanien					
	CLAB 2008-2					
30.06.2010	EMERALD MORTGAGES 4	A	Fitch	Downgrade	AAA	AA
RMBS	Irland	B	Fitch	Downgrade	AA	BBB
	EMERM 4	C	Fitch	Downgrade	BBB	B
29.06.2010	ALBA 2006-1	MERC	Fitch	Downgrade	AAA	WD
RMBS	Großbritannien					
	ALBA 2006-1					
29.06.2010	ARGO MORTGAGE 2	B	Moody's	Upgrade	Aa2	Aaa
RMBS	Italien	C	Moody's	Affirmation	Baa2/ Watch negative	Baa2
	ARGOM 2					
29.06.2010	IM CAJAMAR 5	D	Fitch	Downgrade	BBB-	BB
RMBS	Spanien					
	IMCAJ 5					
29.06.2010	IM CAJAMAR 6	A	Fitch	Downgrade	AAA	AA
RMBS	Spanien	B	Fitch	Downgrade	AA	A
	IMCAJ 6	C	Fitch	Downgrade	BBB+	BBB

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
25.06.2010	CELTIC RESIDENTIAL IRISH MORTGAGE SECURITISATION 11	CA	Fitch	Downgrade	BBB	B
RMBS	Irland CRSM 11	CC	Fitch	Downgrade	BBB	B
25.06.2010	LANSLOWNE MORTGAGE SECURITIES 1	A2	Fitch	Downgrade	AAA	AA
RMBS	Irland LANSD 1	B1	Fitch	Downgrade	BB	CCC
		B2	Fitch	Downgrade	B	CCC
		M1	Fitch	Downgrade	AA+	BBB
		M2	Fitch	Downgrade	A	BB
25.06.2010	LANSLOWNE MORTGAGE SECURITIES 2	A2	Fitch	Downgrade	AA+	BBB
RMBS	Irland LANSD 2	B	Fitch	Downgrade	B	CCC
		M1	Fitch	Downgrade	A	BB
		M2	Fitch	Downgrade	BBB	B
25.06.2010	MAGELLAN MORTGAGES 1	C	Fitch	Upgrade	BBB+	A
RMBS	Portugal MAGEL 1					
24.06.2010	HIPOTOTTA 2	B	Fitch	Upgrade	AA+	AAA
RMBS	Portugal HIPOT 2					
23.06.2010	AYT KUTXA HIPOTECARIO 2	B	Fitch	Downgrade	A	BBB
RMBS	Spanien KUTXH 2	C	Fitch	Downgrade	BBB	B
23.06.2010	FLEET STREET FINANCE 2	A	S&P	Upgrade	D	BBB
CMBS	Deutschland FLTST 2	B	S&P	Upgrade	D	BB
		C	S&P	Upgrade	D	CCC
		D	S&P	Upgrade	D	CCC-
23.06.2010	MONEY PARTNERS SECURITIES 3	A2A	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
RMBS	Großbritannien MPS 3X	A2B	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
		B1A	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	B1
		B1B	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	B1
		B2A	Moody's	Downgrade	B3/ Watch negative	Caa3
		B2B	Moody's	Downgrade	B3/ Watch negative	Caa3
		I2A1	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
		I2B1	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
		M1A	Moody's	Affirmation	Aa2/ Watch negative	Aa2
		M1B	Moody's	Affirmation	Aa2/ Watch negative	Aa2
		M2A	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Baa2
		M2B	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Baa2
23.06.2010	MONEY PARTNERS SECURITIES 4	A1A	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
RMBS	Großbritannien MPS 4X	A1B	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
		B1	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	Ba2
		B2	Moody's	Downgrade	B3/ Watch negative	Caa1
		IA1	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
		M1	Moody's	Downgrade	Aa2/ Watch negative	Aa3
		M2	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Baa2
22.06.2010	FLEET STREET FINANCE 2	A	S&P	Downgrade	BBB	D
CMBS	Deutschland FLTST 2	B	S&P	Downgrade	BB	D
		C	S&P	Downgrade	CCC	D
		D	S&P	Downgrade	CCC-	D

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
21.06.2010	ALBA 2005-1	C	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Baa1
RMBS	Großbritannien	D	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	B3
	ALBA 2005-1	E	Moody's	Downgrade	Ba3/ Watch negative	Ca
21.06.2010	CAIXA SABADELL HIPOTECARIO 2008-1	D	Fitch	Downgrade	BB-	B
RMBS	Spanien					
	CSABH 2008-1					
18.06.2010	AYT GENOVA HIPOTECARIO VI	C	Fitch	Upgrade	A-	A
RMBS	Spanien	D	Fitch	Upgrade	BB+	BBB
	AYTGH VI					
18.06.2010	AYT GENOVA HIPOTECARIO VII	B	Fitch	Upgrade	A+	AA-
RMBS	Spanien					
	AYTGH VII					
18.06.2010	AYT GENOVA HIPOTECARIO VIII	C	Fitch	Upgrade	BBB+	A
RMBS	Spanien					
	AYTGH VIII					
18.06.2010	HOLLAND EURO-DENOMINATED MTG BACKED SE-RIES 15	B	Moody's	Upgrade	Aa3	Aa1
RMBS	Niederlande	C	Moody's	Upgrade	A3	Aa2
	HERME 15	D	Moody's	Upgrade	Ba1	A2
		E	Moody's	Upgrade	Ba3	Ba2
18.06.2010	LUSITANO MORTGAGES 4	D	Fitch	Downgrade	BB+	BB
RMBS	Portugal					
	LUSI 4					
18.06.2010	LUSITANO MORTGAGES 5	D	Fitch	Downgrade	BB+	BB
RMBS	Portugal					
	LUSI 5					
29.06.2010	BANKINTER LEASING 2008-1	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	A1
CLO	Spanien	B	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Ba1
	BKTL 2008-1	C	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	Caa1
29.06.2010	MILLESIME CDO 1	1	Moody's	Downgrade	Aa3	A1/ Watch negative
CSO	Diverse	2	Moody's	Downgrade	Baa2	Ba1/ Watch negative
	MILLE 1					
29.06.2010	SKYE CLO I I	B	S&P	Upgrade	A+	AA-
CSO	Diverse	C	S&P	Upgrade	BBB+	A+
	SKYE I	D	S&P	Upgrade	BB	BBB-
		E	S&P	Upgrade	CCC-	CCC+
28.06.2010	IM CERES CAJAMAR FTA 1	B	Fitch	Downgrade	A	BBB+
CLO	Spanien					
	CERES 1					
25.06.2010	BROOKLANDS EURO REFERENCE LINKED NOTES 2001-1	A	Moody's	Downgrade	Caa1	Caa3
CSO	Diverse	C	Moody's	Downgrade	Ca	C
	BROOK 2001-1					
25.06.2010	PREPS 2005-1	A1	Moody's	Downgrade	Aa1/ Watch negative	Aa3
CLO	Diverse	A2	Moody's	Downgrade	Aa1/ Watch negative	Aa3
	PREPS 2005-1	B2	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	B1

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
24.06.2010	PANTHER CDO III-X	A	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	A
CDO	Diverse	B	S&P	Downgrade	AA-/ Watch negative	BBB+
	PANTH III-X	C1	S&P	Downgrade	A-/ Watch negative	BB+
		C2	S&P	Downgrade	A-/ Watch negative	BB+
		D1	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	B+
		D2	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	B+
		Q	S&P	Downgrade	A-/ Watch negative	BBB
24.06.2010	PANTHER CDO IV-X	B	S&P	Downgrade	AA-/ Watch negative	A+
CDO	Diverse	C	S&P	Downgrade	A-/ Watch negative	BBB+
	PANTH IV-X	D	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	BB+
		E1	S&P	Downgrade	BBB-	BB-
		E2	S&P	Downgrade	BBB-	BB-
		P	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	BB-
24.06.2010	PANTHER CDO V-X	A2	S&P	Downgrade	AAA	AA+
CDO	Diverse	B	S&P	Downgrade	AA-/ Watch negative	A+
	PANTH V-X	C	S&P	Downgrade	A-/ Watch negative	BBB
		D	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	B+
		E	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	B-
23.06.2010	PRIME FUNDING LIMITED PARTNERSHIP 2006-1	A	Fitch	Downgrade	BBB-	BB
CLO	Deutschland	B	Fitch	Downgrade	BB	B
	PFUND 2006-1	C	Fitch	Downgrade	B	CCC
		D	Fitch	Downgrade	CCC	CC
		E	Fitch	Downgrade	CCC	CC
22.06.2010	AMALIE 2007-1	A	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	Ba2
CLO	Dänemark	B	Moody's	Downgrade	B1/ Watch negative	B3
	AMALI 2007-1	C	Moody's	Downgrade	B3/ Watch negative	Caa2
22.06.2010	AVOCA CLO V-X	D	S&P	Downgrade	BB-	B-
CLO	Diverse	S	S&P	Downgrade	CCC-	NR
	AVOCA V-X					
22.06.2010	DANUBE DELTA 2006-1	A1	S&P	Downgrade	BB-	CCC
CDO	Diverse	A3	S&P	Downgrade	BB-	CCC
	DANUB 2006-1X	C1	S&P	Downgrade	CCC+	CCC-
21.06.2010	IM BANCO POPULAR FTPYME 1	C	S&P	Downgrade	BBB	BB/ Watch negative
CLO	Spanien					
	POPUP 1					
18.06.2010	SHAMROCK CAPITAL 2007-1	D9	Moody's	Upgrade	Ba2	Baa3
CSO	Diverse	E5	Moody's	Upgrade	B3	Ba3
	SHAMR 2007-1X	F6	Moody's	Upgrade	Caa3	Caa2

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](http://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 ge covert 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 berechnete Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (*Professional Clients*) entsprechend der Definition dieser Begriffe in den FSA (*Financial Services Authority*) Regularien verteilt und an diese gerichtet sein (diese Personen werden folgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Keine anderen als die relevanten Personen sollen auf der Grundlage dieses Dokuments handeln oder darauf vertrauen. Jede Investitionen oder Investmentaktivität, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur relevanten Personen zur Verfügung und nur relevante Personen können diese Investitionen tätigen.

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

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

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

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

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

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

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

## FIXED INCOME RESEARCH: VERÄNDERTE ANLAGEURTEILE DER LETZTEN 12 MONATE

AAREAL BANK AG	09.07.2009	Marketperformer	France Telecom	16.12.2009	Underperformer	SNS BANK NEDERLAND	11.11.2009	Marketperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	03.03.2010	Outperformer	Fresenius SE	24.02.2010	Marketperformer	SNS BANK NEDERLAND	09.07.2009	Outperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	06.08.2009	Marketperformer	GOLDMAN SACHS GROUP INC	30.04.2010	Marketperformer	SOCIETE GENERALE	18.02.2010	Marketperformer
ALPHA BANK AE	04.05.2010	Outperformer	GOLDMAN SACHS GROUP INC	19.04.2010	Underperformer	SVENSKA HANDELSBANKEN	11.05.2010	Underperformer
ALPHA BANK AE	28.04.2010	High Volatility	GOLDMAN SACHS GROUP INC	22.01.2010	Outperformer	SVENSKA HANDELSBANKEN	01.03.2010	Outperformer
ALPHA BANK AE	04.03.2010	Outperformer	HELLENIC REPUBLIC	08.10.2009	Outperformer	SVENSKA HANDELSBANKEN	18.02.2010	Marketperformer
ArcelorMittal S.A.	10.12.2009	Outperformer	HSBC HOLDINGS PLC	11.05.2010	Underperformer	Sanofi-Aventis S.A.	11.02.2010	Marketperformer
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	11.05.2010	Marketperformer	HSBC HOLDINGS PLC	01.03.2010	Marketperformer	Telecom Italia S.p.A.	14.04.2010	Outperformer
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	01.03.2010	Underperformer	HYPO REAL ESTATE HLDG AG	30.03.2010	Underperformer	Telecom Italia S.p.A.	25.03.2010	temporary removed
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	26.02.2010	Marketperformer	ING BANK NV	17.02.2010	Marketperformer	Telecom Italia S.p.A.	01.10.2009	Outperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	11.05.2010	Outperformer	INTESA SANPAOLO SPA	01.03.2010	Marketperformer	Telekom Austria	16.12.2009	Marketperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	09.07.2009	Marketperformer	INTESA SANPAOLO SPA	06.07.2009	Underperformer	TeliaSonera	20.05.2010	Marketperformer
BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA	05.05.2010	Outperformer	Iberdrola S.A.	10.05.2010	Outperformer	TeliaSonera	16.12.2009	Underperformer
BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA	11.02.2010	Underperformer	Iberdrola S.A.	22.10.2009	Marketperformer	TeliaSonera	01.10.2009	Marketperformer
BANCO ESPIRITO SANTO	04.05.2010	Outperformer	JPMORGAN CHASE & CO	30.04.2010	Marketperformer	ThyssenKrupp AG	12.02.2010	Marketperformer
BANCO POPULAR ESPANOL	11.05.2010	Outperformer	JPMORGAN CHASE & CO	19.04.2010	Underperformer	UNICREDIT SPA	11.05.2010	Marketperformer
BANCO POPULAR ESPANOL	26.01.2010	Underperformer	JPMORGAN CHASE & CO	09.07.2009	Marketperformer	UNICREDIT SPA	01.03.2010	Underperformer
BANCO POPULAR ESPANOL	09.07.2009	Marketperformer	KINGDOM OF BELGIUM	08.10.2009	Marketperformer	Vattenfall AB	17.12.2009	Underperformer
BANCO SANTANDER SA	11.05.2010	Outperformer	KINGDOM OF BELGIUM	02.07.2009	Outperformer	Vattenfall AB	30.07.2009	Marketperformer
BANK OF AMERICA CORP	30.04.2010	Marketperformer	KINGDOM OF SPAIN	05.11.2009	Marketperformer	Veolia Environnement S.A.	10.05.2010	Underperformer
BANK OF AMERICA CORP	19.04.2010	Underperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	03.09.2009	Marketperformer	Veolia Environnement S.A.	17.12.2009	Outperformer
BANK OF AMERICA CORP	09.07.2009	Marketperformer	Koninklijke KPN NV	04.11.2009	Marketperformer	Volkswagen AG	30.04.2010	Marketperformer
BANK OF IRELAND	04.03.2010	Outperformer	LANDESBANK BADEN-WUERTEMBERG	04.03.2010	Marketperformer	Volkswagen AG	17.08.2009	Outperformer
BANQUE FED. DU CREDIT MUTUEL	01.03.2010	Marketperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	01.03.2010	Outperformer			
BARCLAYS BANK PLC	16.02.2010	Marketperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	09.07.2009	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			
BNP PARIBAS	11.05.2010	Underperformer	MEDIOBANCA SPA	01.03.2010	Marketperformer			
BNP PARIBAS	05.05.2010	Outperformer	MEDIOBANCA SPA	09.07.2009	Underperformer			
BNP PARIBAS	17.02.2010	Marketperformer	MORGAN STANLEY	30.04.2010	Marketperformer			
Bayerische Mot. Werke AG	15.12.2009	Outperformer	MORGAN STANLEY	19.04.2010	Underperformer			
Bayerische Mot. Werke AG	04.11.2009	Marketperformer	MORGAN STANLEY	09.07.2009	Marketperformer			
Bayerische Mot. Werke AG	06.10.2009	Outperformer	Maxingvest AG (Tchibo)	10.12.2009	Marketperformer			
Bertelsmann AG	31.08.2009	Marketperformer	Merck KGaA	28.04.2010	Marketperformer			
Bosch GMBH	15.12.2009	Outperformer	NORD/LB	04.03.2010	Marketperformer			
CREDIT AGRICOLE SA	11.11.2009	Marketperformer	NORDEA BANK AB	11.05.2010	Underperformer			
CREDIT AGRICOLE SA	09.07.2009	Underperformer	NORDEA BANK AB	01.03.2010	Outperformer			
CREDIT MUTUEL ARKEA	21.06.2010	Marketperformer	NORDEA BANK AB	10.02.2010	Underperformer			
CREDIT MUTUEL ARKEA	09.07.2009	Underperformer	OTP BANK PLC	11.05.2010	Outperformer			
CREDIT SUISSE GROUP AG	09.07.2009	Marketperformer	OTP BANK PLC	13.11.2009	Underperformer			
CZECH REPUBLIC	16.06.2010	Outperformer	OTP BANK PLC	09.07.2009	Marketperformer			
CZECH REPUBLIC	16.09.2009	Marketperformer	POHIOLA BANK PLC	11.05.2010	Underperformer			
Casino Guich.-Perr. S.A.	04.02.2010	Marketperformer	POHIOLA BANK PLC	01.03.2010	Outperformer			
Casino Guich.-Perr. S.A.	16.11.2009	Outperformer	POHIOLA BANK PLC	12.10.2009	Marketperformer			
Continental AG	08.01.2010	Marketperformer	POHIOLA BANK PLC	06.08.2009	Underperformer			
DANSKE BANK A/S	04.02.2010	Underperformer	POHIOLA BANK PLC	09.07.2009	Marketperformer			
DEUTSCHE BANK AG	05.02.2010	Marketperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	05.11.2009	Marketperformer			
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	04.03.2010	Marketperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	02.07.2009	Outperformer			
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	09.07.2009	Underperformer	Porsche AG	17.08.2009	Outperformer			
DNB NORBANK ASA	11.05.2010	Underperformer	Porsche AG	23.07.2009	Marketperformer			
DNB NORBANK ASA	01.03.2010	Outperformer	Portugal Telecom	10.05.2010	Outperformer			
DNB NORBANK ASA	11.02.2010	Marketperformer	Portugal Telecom	06.05.2010	High Volatility			
DNB NORBANK ASA	22.10.2009	Outperformer	RABOBANK NEDERLAND	04.03.2010	Underperformer			
Daimler AG	28.04.2010	Outperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	13.04.2010	Marketperformer			
Deutsche Bahn AG	20.08.2009	Marketperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	15.12.2009	Underperformer			
Deutsche Post AG	10.03.2010	Marketperformer	REPUBLIC OF COLOMBIA	16.09.2009	Marketperformer			
Deutsche Post AG	10.12.2009	Outperformer	REPUBLIC OF CROATIA	16.06.2010	Outperformer			
EFG EUROBANK ERGASIAS SA	04.05.2010	Outperformer	REPUBLIC OF HUNGARY	24.07.2009	Outperformer			
EFG EUROBANK ERGASIAS SA	28.04.2010	High Volatility	REPUBLIC OF IRELAND	08.10.2009	Outperformer			
EFG EUROBANK ERGASIAS SA	04.03.2010	Outperformer	REPUBLIC OF LATVIA	17.03.2010	Outperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	26.02.2010	Marketperformer	REPUBLIC OF LITHUANIA	16.06.2010	Outperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	15.12.2009	Underperformer	REPUBLIC OF LITHUANIA	17.03.2010	Marketperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	30.10.2009	Outperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	03.11.2009	Marketperformer			
ERSTE GROUP BANK AG	09.07.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF TURKEY	18.12.2009	Outperformer			
Electricité de France (E.D.F.)	12.11.2009	Underperformer	ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC	25.01.2010	Outperformer			
Electricité de France (E.D.F.)	30.07.2009	Marketperformer	RWE AG	20.11.2009	Underperformer			
EnBW	13.11.2009	Marketperformer	RWE AG	30.07.2009	Marketperformer			
Enel S.p.A.	17.09.2009	Outperformer	Roche Holding AG	24.07.2009	Marketperformer			
FEDERAL REP OF GERMANY	05.11.2009	Underperformer	SEB AB	11.05.2010	Marketperformer			
FORTIS BANK NEDERLAND NV	05.05.2010	Marketperformer	SEB AB	28.04.2010	Outperformer			
France Telecom	29.04.2010	Marketperformer	SEB AB	21.10.2009	Underperformer			

**VERANTWORTLICH**

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

**AUTOR(EN) UND ERSTELLER**

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

**ANSPRECHPARTNER**

<b>Capital Markets Deutschland / Österreich</b>	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 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
<b>Treasury</b>	Gruppenleiter Liquidität Verbund	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 12 16	Marianne Höhler
<b>Banken Retail Clients</b>	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
<b>Capital Markets International Clients</b>	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
<b>Origination</b>	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