

ABS & STRUCTURED CREDITS

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

EZB, ick hör dir trapsen !

EZB führt „Second-Best-Regel“ für ABS-Repos ein

Die EZB hat am 20. November eine 2-stufige Verschärfung der Rating-Anforderungen für Verbriefungstransaktionen bekannt gegeben, wenn diese zur Besicherung von Repo-Transaktionen mit den Zentralbanken des Eurosystems dienen sollen. Aktuell ist ein Agentur-Rating ausreichend. Für alle ab dem 1. März 2010 begebenen ABS muss das heute geltende AAA/A-Kriterium im Rahmen einer so genannten „Second-Best-Regel“ auf Basis von mindestens zwei Ratings erfüllt sein. Bei Emission müssen demnach zwingend AAA-Ratings von zwei Agenturen vorliegen, und während der Laufzeit einer ABS-Anleihe darf das zweite bzw. zweitbeste Rating nicht schlechter sein als Single-A. Ab dem 1. März 2011 gilt diese Second-Best-Regel nicht mehr nur für Neuemissionen, sondern auch für alle Alt-Transaktionen. EZB-Repo-fähig sind diese dann nur noch, wenn mindestens zwei Ratings vorliegen, das Emissions-Rating AAA gewesen ist und das zweite bzw. zweitbeste Rating nicht schlechter als Single-A ist.

Die trapsende Nachtigall

Die Financial Times vom 23. November 2009 enthält einen Gastbeitrag von EZB-Direktoriums-Mitglied González-Páramo mit dem Titel „Rejuvenating the ABS sector“. Nach unserem Verständnis wird hierin relativ unverblümt avisiert, dass die EZB demnächst die Bereitstellung von Loan-Level-Daten zur Voraussetzung für die Repo-Fähigkeit von ABS machen wird.

Unsere Einschätzung

Die unreflektierte Forderung nach Loan-Level-Daten ist kontraproduktiv für den Markt und dürfte in den meisten Fällen nicht hilfreich bzw. erforderlich sein, um vernünftige Analysen durchführen zu können. Ausnahmen stellen weniger granulare Asset-Klassen wie CMBS und bestimmte CLO-Varianten dar. Wir warnen davor, durch blindwütige Datenhuberei einen Informations-Overkill herbei zu führen, so dass man unter Umständen vor lauter Bäumen den Wald nicht mehr sieht. Für US-Subprime-RMBS waren im Übrigen umfangreiche Loan-Level-Daten vorhanden, und zum Beispiel via Bloomberg abrufbar – das Ergebnis ist bekannt.

ANLEIHEN

Flash
27.11.2009

EZB VERSCHÄRFT ANFORDERUNGEN AN ABS-REPO-TRANSAKTIONEN

Rating²

Die Europäische Zentralbank (EZB) gibt bereits zum zweiten Mal in diesem Jahr eine Verschärfung der Kriterien bekannt, die von ABS zum Zwecke von Repo-Transaktionen („Kreditgeschäfte des Eurosystems“) erfüllt werden müssen. Wesentlicher Aspekt der Regelung, die am 1. Februar 2009¹ in Kraft getreten ist, war das Erfordernis von mindestens einem AAA-Rating bei Begebung einer ABS sowie mindestens einem A-Rating über die gesamte Laufzeit hinweg. Zuvor war ein einzelnes A-Rating bei Emission ausreichend.

Ein AAA bei Emission erst seit 1. Februar 2009

Am 20. November² hat nun die EZB eine 2-stufige Verschärfung der Rating-Anforderungen bekannt gegeben, die ab dem 1. März 2010 bzw. 1. März 2011 gelten wird. Für alle ab dem 1. März 2010 begebenen ABS muss das oben beschriebene AAA/A-Kriterium im Rahmen einer so genannten „Second-Best-Regel“ auf Basis von mindestens zwei Ratings erfüllt sein. Bei Begebung müssen demnach zwingend AAA-Ratings von zwei Agenturen vorliegen, und während der Laufzeit einer ABS-Anleihe darf das zweite bzw. zweitbeste Rating nicht schlechter sein als Single-A.. Für bereits existierende Alt-Transaktionen ist zunächst weiterhin mindestens ein A-Rating ausreichend, falls das Emissions-Rating AAA gewesen ist.

Stufe 1: Second-Best-Regel für Neuemissionen ab 1. März 2010

Ab dem 1. März 2011 gilt diese Second-Best-Regel nicht mehr nur für Neuemissionen, sondern auch für alle ausstehenden Alt-Transaktionen. EZB-Repo-fähig sind sie dann nur noch, wenn mindestens zwei Ratings vorliegen, das Emissions-Rating AAA gewesen ist und das zweite bzw. zweitbeste Rating nicht schlechter als Single-A ist.

Stufe 2: Second-Best-Regel für alle ABS ab 1. März 2011

MINDEST-RATING-ANFORDERUNGEN EZB

Zeitpunkt	Heute	Ab 1. März 2010		Ab 1. März 2011
		Neu	Alt	
	Alle			Alle
Emission	AAA	AAA + AAA	AAA	AAA + AAA
Laufzeit	A	A + A	A	A + A

Quelle: DZ BANK

Die Intention der EZB im Zusammenhang mit dieser Neu-Regelung wird in der o.a. Pressemitteilung wie folgt angegeben: „Der EZB-Rat hält die Einführung der oben genannten Maßnahmen für erforderlich, um zu gewährleisten, dass alle notenbankfähigen Sicherheiten die hohen Bonitätsanforderungen des Eurosystems erfüllen. Ziel der genannten Änderungen – in denen sich die jüngste

Intention der EZB

¹ Vgl. Pressemitteilung der EZB vom 20. Januar 2009: „Anpassung des Risikokontrollrahmens für neu begebene Asset-Backed Securities und ungedeckte Bankschuldverschreibungen“.

² Vgl. Pressemitteilung der EZB vom 20. November 2009: „EZB ändert Rating-Anforderungen für Asset-Backed Securities bei Kreditgeschäften des Eurosystems“.

Marktentwicklung niederschlägt – ist es darüber hinaus, zur Wiederherstellung eines reibungslos funktionierenden ABS-Marktes beizutragen.“

Die trapsende Nachtigall

Die Financial Times vom 23. November 2009 enthält einen Gastbeitrag von EZB-Direktoriums-Mitglied José Manuel González-Páramo mit dem Titel „Rejuvenating the ABS sector“, in dem nochmals ausdrücklich darauf hingewiesen wird, dass Zentralbank-Liquidität keine nachhaltige Finanzierungsquelle für den ABS-Markt bzw. die diesen nutzenden Banken darstellen kann, alleine auf Grund der Fristeninkongruenz. Es wird – natürlich zu Recht – betont, dass Finanzierung, aber auch Liquidität am Sekundärmarkt nur von „realen“ Investoren bereit gestellt werden kann. Die im Artikel erwähnten Voraussetzungen für eine Rückkehr der Investoren sind ebenfalls zutreffend und mittlerweile „Standard“, nämlich Wiederherstellung des Vertrauens bei Investoren durch transparentere, einfachere Produkte.

Zentralbank-Liquidität ist keine Dauerlösung

Interessant wird es jedoch in der Textpassage, wo reflektiert wird, wie denn konkret ein mehr an Transparenz erreicht werden kann – hierfür werden von Seiten der EZB offensichtlich grundsätzlich zwingend „Loan-Level-Daten“, also detaillierte Informationen über die einzelnen verbrieften Darlehen in standardisiertem Format, und auf kontinuierlicher Basis, also bei Emission einer ABS und im Rahmen des regelmäßigen Investor-Reportings für erforderlich gehalten. Die Überlegungen sind nach unserem Verständnis sehr konkret, da zum Beispiel für die ganz zentrale technische Frage der marktweiten Datensammlung und -verteilung bereits ein Modell angedacht zu sein scheint:

Forderung nach Loan-Level-Daten...

- „The Eurosystem is willing to do whatever it can to catalyse the improvement of disclosure standards in the ABS market. In this context, we are studying, together with investors, originators of ABS and ratings agencies, the introduction of loan-by-loan information requirements for ABS“.
- “In the envisaged new and more transparent market, the ongoing submission of loan-level data by originators to the market would ideally be done using standardised loan-level templates for each asset class, such as residential or commercial mortgage-backed securities, across all European markets.”
- “Recognised data warehouses, operated by independent third-parties outside the Eurosystem, would be able to collect, store and distribute loan-by-loan information following the predetermined standards and, at the same time, perform the important function of managing the quality of the data received from originators”.

Insgesamt betrachtet, würden wir uns nicht wundern, wenn schon sehr bald die ABS-Repo-Kriterien des Eurosystems erneut angepasst werden – und Loan-Level-Daten-Bereitstellung in den Kriterienkatalog mit aufgenommen wird.

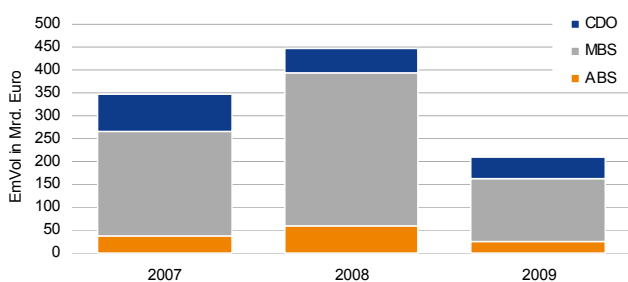
...als EZB-Repo-Kriterium in spe ?

UMFANG VON ABS-REPO-TRANSAKTIONEN

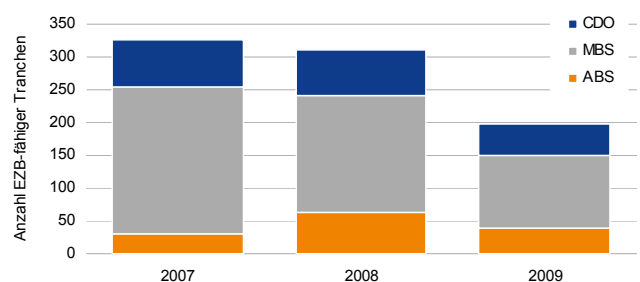
Den Umfang, in dem letzten Endes Verbriefungen tatsächlich zum Zwecke des EZB-Repos verwendet werden, macht die EZB nicht publik. Da faktisch nur noch ein geringer Bruchteil des Neuemissionsvolumens von Verbriefungen öffentlich vermarktet und platziert wird, ergibt sich das EZB-Repo-Volumen als Residualgröße, wenn man vom Neuemissionsvolumen ausgeht und dieses um ausplatzierte Anleihen und den Anteil des von Originatoren einbehalten Anleihevolumens vermindert. Leider sind auch nicht ausreichende Informationen über den Anteil einbehaltener Neuemissionen verfügbar, und noch weniger Informationen über ursprünglich einbehaltene und eventuell später erst für Repo-Zwecke verwendete Transaktionen. Somit verbleibt nur der Weg der Schätzung. Statt nun - willkürlich - einen Prozentsatz X vom Neuemissionsvolumen festzuglegen, und dabei EZB-fähiges und nicht EZB-fähiges Material kalkulatorisch zu vermischen gehen wir den umgekehrten Weg. Auf der Internetseite der EZB werden auf Tagesbasis aktuelle Dateien EZB-fähiger Wertapiere („eligible assets“) bereit gestellt. Wir haben die Datei für Verbriefungen („other securitised assets/ABS/MBS“) per 20. November 2009 mit Daten unserer eigenen Datenbank sowie Datenfeldern aus Bloomberg ergänzt und soweit möglich ausgewertet.³

Repo-Volumen vs. Repo-fähiges Volumen

EMISSIONSVOLUMEN EZB-FÄHIGER VERBRIEFUNGEN 2007-2009



ANZAHL EZB-FÄHIGER VERBRIEFUNGS-TRANCHEN 2007-2009



Quelle: EZB, DZ BANK

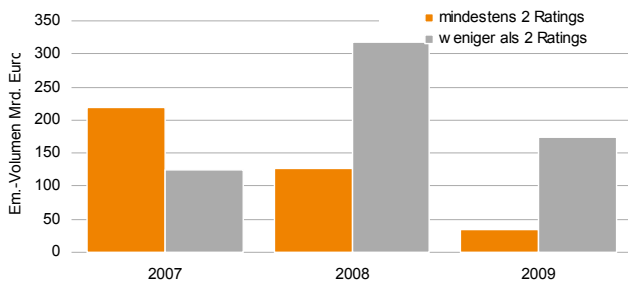
Die von uns verarbeiteten zulässigen Assets umfassen Transaktionen seit dem Emissionsjahr 1998 mit einem gesamten Emissionsvolumen von rund 1,48 Bio. Euro. Ausgehend von der Überlegung, dass die Repo-Aktivitäten vermutlich erst seit Ausbruch der Krise einen nennenswerten Umfang angenommen haben, und die

1,0 Bio. Euro als Obergrenze

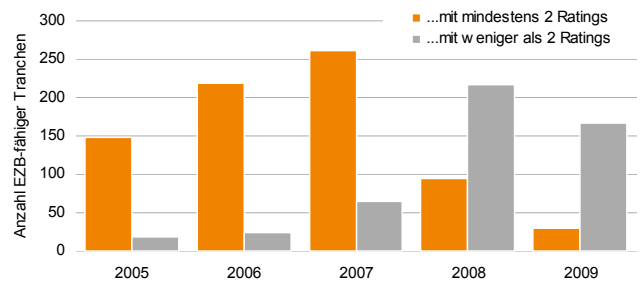
³ Die Dateien sind zu finden unter <https://mfi-assets.ecb.int>. Bei etwa 5% der Datensätze ergaben sich Inkonsistenzen, so dass wir diese im Rahmen der Auswertung nicht berücksichtigt haben.

alten Transaktionen vermutlich bestimmungsgemäß zum größten Teil bei Investoren platziert wurden, die diese auch heute noch halten, konzentrieren wir uns auf die Jahrgänge 2007 bis 2009, auf die immerhin noch ein EZB-fähiges Volumen von 1,0 Bio. Euro entfällt. Nach Marktsegmenten dominieren mit einem Volumenanteil von 70% MBS, gefolgt von 18% CDO und 12% ABS. Die so ermittelten Zahlen stellen zunächst eine „harte“ Obergrenze für das ABS-EZB-Repo-Volumen dar.

EMISSIONSVOLUMEN EZB-FÄHIGER VERBRIEFUNGEN 2007-2009 NACH ANZAHL DER RATINGS



ANZAHL EZB-FÄHIGER VERBRIEFUNGS-TRANCHEN 2005-2009 NACH ANZAHL DER RATINGS



Quelle: EZB, DZ BANK

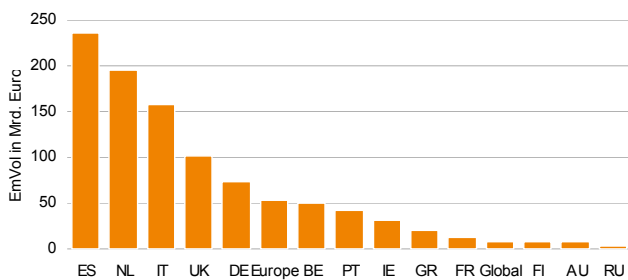
Nicht zuletzt haben wir die EZB-fähigen Verbriefungen daraufhin ausgewertet, mit wie vielen Ratings die einzelnen Tranchen ausgestattet sind. Die beiden obigen Grafiken sprechen Bände. Seit 2007 wurde zunehmend Material mit nur noch einem einzigen Rating produziert, insgesamt etwas mehr als 600 Mrd. Euro, bzw. rund 60% des Emissionsvolumens im fraglichen Zeitraum. Aus unserer Sicht stellen diese 600 Mrd. Euro eine realistische Untergrenze für tatsächlich durchgeführte ABS-Repos dar, ohne Berücksichtigung von Tilgungen.

600 Mrd. Euro als Untergrenze...

Unter einem anderen Blickwinkel betrachtet, sind diese 600 Mrd. Euro ab dem 1. März 2011 im Rahmen der Second-Best-Regel nicht mehr EZB-fähig, wenn nicht ein zweites Rating eingeholt wird.

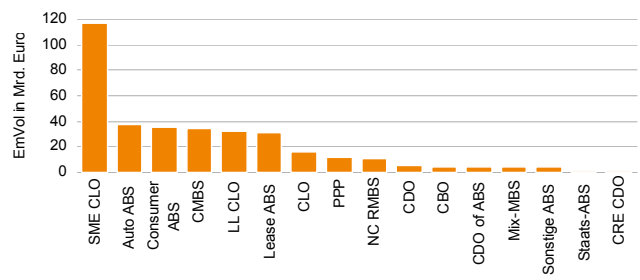
...sind ab 1. März 2011 c.p. nicht mehr "eligible"

EMISSIONSVOLUMEN EZB-FÄHIGER VERBRIEFUNGEN ZEITRAUM 2007-2009 NACH LÄNDERN



Quelle: EZB, DZ BANK

EMISSIONSVOLUMEN EZB-FÄHIGER VERBRIEFUNGEN ZEITRAUM 2007-2009 NACH ASSET-KLASSEN (EX RMBS*)



*Anm.:RMBS-Volumen 651 Mrd. Euro; Grafik wäre inklusive RMBS nicht mehr aussagekräftig.

Will man nun den hypothetischen Fall durchdenken, was wäre, wenn die EZB-Fähigkeit dieser 600 Mrd. Euro zwischenzeitlich nicht hergestellt würde, und deshalb am 1. März 2011 das gesamte Volumen an die verbriefenden Banken „zurück geht“, das heißt von diesen an den Markt abgegeben oder c.p. das entsprechende Volumen anderweitig finanziert werden muss, stellen die beiden Grafiken oben die Verteilung nach Ländern und Asset-Klassen dar.

Szenario 2011

UNSERE EINSCHÄTZUNG

Es ist in jedem Fall sinnvoll und sogar erforderlich, dass die EZB verhindert, aus der Notlösung des ABS-Repos ein sich dauerhaft etablierendes Modell erwachsen zu lassen und darüber hinaus auch durch Setzen von faktischen Marktstandards die Weichen für eine Wiederbelebung des realen Verbriefungsmarktes stellt.

Kein Dauerzustand

Die Second-Best Regel ist insoweit ein Schritt in die richtige Richtung, da minimalistisch strukturierte Transaktionen mit lediglich einem Rating ab dem 1. März 2010 vermutlich drastisch zurück gehen werden. Auch falls nicht von der verbriefenden Bank selbst ein Repo in Erwägung gezogen wird, stellt eine Nicht-EZB-Fähigkeit im Hinblick auf die Vermarktbarkeit einer Transaktion einen erheblichen Malus dar. Aus Sicht potenzieller Investoren sollte ein Rating von mindestens zwei Agenturen ohnehin die condition sine qua non für ein Investment darstellen. Tendenziell wird sich c.p. das potenziell EZB-fähige neue Material reduzieren, da es natürlich schwieriger ist, von zwei Agenturen ein AAA zu erhalten, als nur von einer einzelnen.

Second-Best-Regel ist sinnvoll

Nicht eindeutig ist der Effekt der Second-Best-Regel ab dem Stichtag 1. März 2011, also in Bezug auf die Altbestände. Grundsätzlich bzw. technisch könnte problemlos für alle Transaktionen das zweite Rating nachgeholt werden. Fraglich ist hingegen, inwieweit es qualitativ möglich ist, die erforderlichen Mindest-Ratings zu erhalten. Das Problem hat zwei Aspekte, nämlich das vorhandene Ausgangs-Rating und das einzuholende zweite Rating.

"Nach-Raten" ist möglich

Es stellt wohl eher den Ausnahmefall dar, dass europäische Transaktionen mit Ausgangs-Rating AAA auf ein Niveau unterhalb von A heruntergestuft werden. Zum Beleg sei hier auf eine Auswertung von S&P verwiesen, die im Oktober 2009 vorgestellt wurde⁴. Hierbei wurde die Rating-Migration aller Mitte 2007 ausstehenden europäischen Structured Finance Ratings im Zeitraum bis Mitte 2009 analysiert. Im Ergebnis waren hiernach im Cluster AAA der Asset-Klassen ABS, CMBS und RMBS zwischen 94% und 98% der Ratings in diesem 2-Jahres-Zeitraum stabil, also unverändert – trotz Krise, fundamentaler Eintrübung und Methoden-Anpassungen. Negativ fällt hingegen die relativ niedrige Stabilitätsquote bei den CDOs von 66% auf. Bei den CDOs dürfte es ergo insgesamt die größten Probleme in Punkto Erhalt der EZB-Fähigkeit geben.

Ratingstabilität bei AAA-ABS und -MBS trotz Krise über 94%

⁴ S&P: „European Structured Finance Rating Transitions: Stability remains in most asset classes“, Oktober 2009.

Die Einholung eines zweiten Ratings für eine laufende Transaktion mit fixierter Dokumentation stellt in normalem Marktumfeld eher die Ausnahme dar. Mit vollendeten Tatsachen konfrontiert zu werden, dürfte bei der später hinzukommenden zweiten Agentur c.p. tendenziell dazu führen, dass ihr Rating schlechter ausfällt als das bereits vorhandene. Die Wahrscheinlichkeit der Nicht-Erteilung mindestens eines A-Ratings erwarten wir eher im CDO-Segment, sowie bei den anderen Asset-Klassen, insoweit ihr vorhandenes Rating bei oder um Single-A liegt. Wie oben dargelegt, sollte sich aber die negative Rating-Migration von AAA auf ein entsprechendes Niveau in sehr engen Grenzen halten.

Wer zu spät ratet, den bestraft die Agentur

Wir gehen davon aus, dass der Bedarf, Verbriefungen durchzuführen, in den nächsten Jahren durchaus auf einem Niveau vergleichbar mit dem Durchschnitt des hier betrachteten 3-Jahreszeitraums 2007 bis 2009 liegen wird. Andererseits kehren Investoren nur zögerlich an den Markt zurück. Bereits so errechnet sich tendenziell ein Angebotsüberhang, der es unwahrscheinlich erscheinen lässt, dass die aktuellen EZB-Repo-Transaktionen noch zusätzlich vom Markt absorbiert werden können, ohne drastische Kursabschläge in Kauf zu nehmen. Dies spräche aus Sicht der verbriefenden Banken grundsätzlich dafür, die EZB-Fähigkeit aufrechtzuerhalten, und diese Option weiter zu nutzen.

Kann der Markt die EZB-ABS absorbieren...

Dies dürfte jedoch nur noch sehr schwer möglich sein, wenn sich die trapsende Nachtigall weiter annähert bzw. in Form der Erfordernis von Loan-Level-Daten materialisiert. Wir glauben, dass diese Regelung, sollte sie denn flächendeckend eingeführt werden, dem Markt eher schadet als hilft. In besagtem FT-Beitrag wird zumindest ein Hintertürchen offen gelassen, da es heißt, „loan level data may not be needed and so-called pooled or summary loan-level information may suffice.“

...wenn die trapsende Nachtigall kommt ?

Warum kann die Regelung dem Markt schaden, da doch alle Welt nach mehr Transparenz verlangt ? Die vermeintliche Paradoxie löst sich auf, wenn man bedenkt, mit welchem EDV-technischen Aufwand und welchen Kosten die zwangsläufig notwendige Anpassung der vorhandenen Systeme verbunden ist, falls sich die Aufgabe nicht sogar als unlösbar erweist, weil zum Beispiel die erforderlichen Daten für das Alt-Geschäft nur in den physischen Kreditakten schlummern bzw. unter Umständen hierfür gar nicht vorhanden sind, oder weil sich bei genauerem Hinsehen das Problem Datenschutz auftut. Für das Neugeschäft mag die Aufgabe einfacher zu lösen sein, dürfte aber auch mit nennenswerten Kosten verbunden sein. Für die Administration des bereits angesprochenen „data warehouse“ außerhalb des Eurosystems sind auch entsprechende Kosten zu erwarten.

Loan-Level-Daten-Bereitstellung schwierig und teuer

Im nächsten Schritt wäre zu erwarten, dass zukünftige Regularien den Investoren nahe legen werden, die nunmehr vorhandenen Loan-Level-Daten natürlich auch auszuwerten, und hier muss nun nicht die Frage des Schadenspotenzials, sondern der Sinnhaftigkeit gestellt werden. Der Sinn bzw. die Zielsetzung des Projekts Loan-Level-Daten wird von Herrn González-Páramo wie folgt skizziert:

Sinn oder Unsinn der Loan-Level-Daten-Forderung

- „(...) improve the quality of the surveillance processes conducted by investors and ratings agencies by allowing the early identification of any relevant developments in the underlying assets backing the ABS.“

- “Enhanced transparency would allow analysts to build better risk and valuation models”.

An dieser Stelle wollen wir dem Leser dieses Papiers bezüglich dieser beiden Wünsche nur einige Denkanstöße liefern:

Denkanstöße

- Umfassende Loan-Level-Daten sind für US Subprime RMBS verfügbar (gewesen), zum Beispiel über Bloomberg abrufbar, und haben das bekannte Ergebnis nicht verhindern können.
- Es werden „bessere“ Modelle angestrebt. Aus unserer Sicht wäre es aber besser, einen Schritt vor den anderen zu setzen, statt zu springen. In der Vergangenheit gab es in weiten Teilen überhaupt keine Modelle. Insoweit stellt jedes Modell in gewissem Sinne einen Fortschritt dar, und man sollte nicht unmittelbar mit der Optimierung beginnen.
- In diesem Zusammenhang ist auch darauf hinzuweisen, dass die Bedeutung von Modellen - zu Recht - durch die Krise einen argen Dämpfer erhalten hat.
- Fraglich ist, ob der Plan dahin geht, Investoren mit den Datensätzen im Sinne von Rohdaten zu versorgen, oder ob sie wie auch immer mit vorhandenen Rating-/Cash Flow-Modellen bereit gestellt werden sollen, was zumindest im Artikel so nicht steht. Letzteres erscheint überlegenswert. Die Bereitstellung der Rohdaten erscheint mehr als fragwürdig.
 - Gehen wir von einem „kleinen“ ABS-Portfolio mit 20 Positionen aus. Jeder Transaktion sollen 500 Kredite zu Grunde liegen, also insgesamt 10.000 Kredite. Gehen wir - optimistisch - davon aus, dass die standardisierten Loan-Level-Daten 25 Datenfelder je Datensatz, also pro Kredit vorsehen. Das macht zu jedem Reporting-Stichtag 25.000 Datenfelder in 10.000 Datensätzen oder aufs Jahr gerechnet 100.000 Datenfelder bei 40.000 Datensätzen. Das ist eine Menge – für ein kleines Portfolio. Ein Schelm, wer jetzt unterstellt, dass viele Analysten auf die Idee kommen könnten, diesen Datenwust wiederum auf die bereits heute vorhandenen Portfoliokennziffern zu verdichten.
 - Es ist nicht erforderlich, Loan-Level-Daten vorzuhalten, um ein Cash-Flow bzw. Rating-Modell zu bauen. Als Beleg sei auf unsere Studie „Ratings Transparent“ vom 28. Mai 2005 verwiesen. Das Projekt wurde ausschließlich auf Basis von Angaben im Verkaufsprospekt durchgeführt. Letztlich war eine Tabelle der planmäßigen Portfolio-„Super“-Cash Flows ausreichend für die Modellierung.
- Wie immer erscheint Differenzierung ratsam. Für granulare Portfolios „normaler“ Qualität ist es in den wenigsten Fällen erforderlich, derartige Detailinformationen bereit zu stellen. Im Gegenteil könnte es dazu führen,

dass man den Wald vor lauter Bäumen nicht mehr sieht. In „schwierigen“ Asset-Klassen, wie zum Beispiel Non-Conforming und vor allem bei weniger granularen Portfolios wie CMBS oder auch Mezzanine/ Leveraged Loan-CLOs wäre es jedoch durchaus angebracht, analytisch tiefer bohren zu können.

- Was heißt nun aber „normale“ Qualität ? Anders gefragt, wie kann diese festgestellt bzw. sichergestellt werden ? Sicherlich ist hier die Einzelkreditbetrachtung das aufwändigste und am wenigsten zielführende Verfahren. In Wirtschaftsprüfung bzw. Revision vertraut man seit langem so genannten System-Prüfungen, die durch Stichproben unterlegt werden. Bei der Kreditprüfung wird demnach nicht etwa jede einzelne Kreditakte angefasst, sondern vielmehr die Arbeitsprozesse qualitativ beurteilt und validiert. Entsprechend wäre beim Rating oder auch der Investment-Analyse ein Schwerpunkt auf den Prozess Origination zu legen. Entsprechende Originator-/Servicer-Ratings sind somit hilfreich. Ein wie auch immer ausgestaltetes Qualitäts-Zertifikat wäre hilfreich. Datensatzhuberei ist hier nicht hilfreich.
- Egal, welche Modelle, Datensätze und sonstige Informationen bereit gestellt werden, ist entscheidend, was der Informationsempfänger, also die Rating-Agentur oder aus unserem Blickwinkel die Investoren damit machen oder zunächst einmal überhaupt machen müssen. Denn man könnte sich ja durchaus auf den – ketzerischen – Standpunkt stellen, dass sich aus der fundamentalen Performance des europäischen Marktes nicht zwangsläufig die Forderung ableiten lässt, den Analyseaufwand auf der Investoren-Seite dramatisch auszuweiten. Betrachtet man jedoch den Gesamtmarkt - inklusive CDOs und Subprime - und will sich gegen Eventualitäten wappnen, muss jedoch aufgerüstet werden. Hierbei sollte jedoch nicht der Faktor Mensch vergessen werden, und zwar in mehrfacher Hinsicht. Grundsätzlich halten wir gesunden Menschenverstand für wichtiger als hochkomplexe Modelle, die unter Umständen den Blick für das Wesentliche verstellen. Grundlegende Modelle, vor allem für die Cash Flow-Analyse sollten jedoch als Werkzeug für die tägliche Arbeit vorhanden sein. Entscheidend ist jedoch am Ende des Tages, dass auch ausreichend Personal vorhanden ist, diese Modelle zu bedienen, und sowohl Modelle als auch Modell-Ergebnisse zu verstehen. Das ist leider heute, noch weniger als vor der Krise, nicht selbstverständlich.

IMPRESSUM

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

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

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

ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE

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

VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN

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

VERGÜTUNG DER ANALYSTEN

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

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

Die DZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

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

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

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

DISCLAIMER

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

b) Unsere Empfehlungen stellen keine Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach besten Kräften erstellte Beurteilung der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments wieder und können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Dokument darf in allen Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittentin beziehungsweise Wertpapiere durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FIXED INCOME RESEARCH: VERÄNDERTE ANLAGEURTEILE DER LETZTEN 12 MONATE

AAREAL BANK AG	09.07.2009	Marketperformer	ERSTE GROUP BANK AG	30.10.2009	Outperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	03.11.2009	Marketperformer
AAREAL BANK AG	15.01.2009	Underperformer	ERSTE GROUP BANK AG	09.07.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	26.11.2008	Underperformer
ACHMEA HYPOTHEEK BANK NV	15.01.2009	Underperformer	ERSTE GROUP BANK AG	15.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF TURKEY	11.03.2009	Underperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	06.08.2009	Marketperformer	EUROHYPO AG	09.04.2009	Underperformer	ROCHE HOLDING AG	24.07.2009	Marketperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	15.01.2009	Underperformer	EUROHYPO AG	07.04.2009	Marketperformer	RWE AG	20.11.2009	Underperformer
ARCELOR MITTAL S.A.	11.02.2009	Underperformer	EUROHYPO AG	15.01.2009	Underperformer	RWE AG	30.07.2009	Marketperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	09.07.2009	Marketperformer	EWE AG	07.05.2009	Underperformer	SANOFI-AVENTIS S.A.	29.04.2009	Outperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	28.04.2009	Underperformer	FEDERAL REP OF GERMANY	05.11.2009	Underperformer	SEB AB	21.10.2009	Underperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	15.01.2009	Marketperformer	FRENCH REPUBLIC	07.05.2009	Marketperformer	SNS BANK NEDERLAND	11.11.2009	Marketperformer
BANCO ESPIRITO SANTO	15.01.2009	Marketperformer	GDF SUEZ S.A.	05.05.2009	Marketperformer	SNS BANK NEDERLAND	09.07.2009	Outperformer
BANCO POPULAR ESPANOL	09.07.2009	Marketperformer	GOLDMAN SACHS GROUP INC	15.01.2009	Marketperformer	SNS BANK NEDERLAND	15.01.2009	Marketperformer
BANCO POPULAR ESPANOL	15.01.2009	Underperformer	HELLENIC REPUBLIC	08.10.2009	Outperformer	SUEDZUCKER AG	30.04.2009	Outperformer
BANCO SANTANDER SA	15.01.2009	Marketperformer	HELLENIC REPUBLIC	08.06.2009	Underperformer	TELECOM ITALIA S.P.A.	01.10.2009	Outperformer
BANK OF AMERICA CORP	09.07.2009	Marketperformer	HSH NORDBANK AG	15.01.2009	Outperformer	TELECOM ITALIA S.P.A.	11.05.2009	Marketperformer
BANK OF AMERICA CORP	15.01.2009	Underperformer	HYP REAL ESTATE HLDG AG	03.06.2009	Marketperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	25.05.2009	Underperformer
BAYERISCHE LANDESBANK	09.07.2009	Underperformer	HYP REAL ESTATE HLDG AG	15.01.2009	Underperformer	TELEKOM AUSTRIA AG	26.02.2009	Marketperformer
BAYERISCHE LANDESBANK	15.01.2009	Marketperformer	IBERDROLA S.A.	22.10.2009	Marketperformer	TELIASONERA AB	01.10.2009	Marketperformer
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	04.11.2009	Marketperformer	IBERDROLA S.A.	22.10.2009	Marketperformer	THYSSENKRUPP AG	13.02.2009	Outperformer
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	06.10.2009	Outperformer	IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG	09.07.2009	Underperformer	TUI AG	02.03.2009	Underperformer
BERLIN-HANNOVER HYPBK AG	15.01.2009	Marketperformer	IKB DEUTSCHE INDUSTRIEBANK AG	15.01.2009	Marketperformer	UBS AG	22.01.2009	Marketperformer
BERTELSMANN AG	31.08.2009	Marketperformer	IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	27.11.2008	Marketperformer	UBS AG	21.01.2009	Underperformer
BERTELSMANN AG	12.05.2009	Underperformer	INTESA SANPAOLO SPA	06.07.2009	Underperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	13.05.2009	Marketperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	19.02.2009	Underperformer	JPMORGAN CHASE & CO	09.07.2009	Marketperformer	UNICREDITO ITALIANO SPA	10.12.2008	Underperformer
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	09.12.2008	Marketperformer	JPMORGAN CHASE & CO	15.01.2009	Underperformer	UNITED MEXICAN STATES	27.04.2009	Underperformer
CAISSE CENTRALE DESJARDINS DU QUEBEC	09.07.2009	Marketperformer	KINGDOM OF BELGIUM	08.10.2009	Marketperformer	UNITED MEXICAN STATES	26.11.2008	Outperformer
CAISSE CENTRALE DESJARDINS DU QUEBEC	15.01.2009	Outperformer	KINGDOM OF BELGIUM	02.07.2009	Outperformer	VATTENFALL AB	30.07.2009	Marketperformer
CAISSE CENTRALE DU CREDIT IMMOBILIER DE FRANCE	09.07.2009	Underperformer	KINGDOM OF SPAIN	05.11.2009	Marketperformer	VATTENFALL AB	24.02.2009	Outperformer
CAISSE CENTRALE DU CREDIT IMMOBILIER DE FRANCE	15.01.2009	Marketperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	03.09.2009	Marketperformer	VOLKSWAGEN AG	17.08.2009	Outperformer
CAIXA ECONOMICA MONTEPIO GERAL	09.07.2009	Marketperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	29.01.2009	Outperformer			
CAIXA ECONOMICA MONTEPIO GERAL	15.01.2009	Underperformer	KONINKLIJKE (ROYAL) KPN NV	04.11.2009	Marketperformer			
CASINO	16.11.2009	Outperformer	KONINKLIJKE (ROYAL) KPN NV	28.01.2009	Outperformer			
CASINO	16.11.2009	Outperformer	LAFARGE	21.01.2009	Underperformer			
COMMERZBANK AG	16.01.2009	Marketperformer	LANDESBANK BADEN-WUERTEMBERG	15.01.2009	Underperformer			
CONTINENTAL AG	10.02.2009	Underperformer	LEASEPLAN CORPORATION NV	15.01.2009	Underperformer			
CONTINENTAL AG	19.01.2009	Marketperformer	LINDE AG (The Linde Group)	05.05.2009	Outperformer			
CREDIT AGRICOLE SA	11.11.2009	Marketperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	09.07.2009	Marketperformer			
CREDIT AGRICOLE SA	09.07.2009	Underperformer	LLOYDS TSB GROUP PLC	02.03.2009	Underperformer			
CREDIT AGRICOLE SA	16.01.2009	Marketperformer	LVMH S.A.	10.02.2009	Underperformer			
CREDIT MUTUEL ARKEA	09.07.2009	Underperformer	MEDIOBANCA SPA	09.07.2009	Underperformer			
CREDIT MUTUEL ARKEA	15.01.2009	Marketperformer	MEDIOBANCA SPA	15.01.2009	Marketperformer			
CREDIT SUISSE GROUP AG	09.07.2009	Marketperformer	MEDIOBANCA SPA	10.12.2008	Underperformer			
CREDIT SUISSE GROUP AG	24.04.2009	Outperformer	MERCK KGAA	18.02.2009	Underperformer			
CREDIT SUISSE GROUP AG	16.01.2009	Marketperformer	MORGAN STANLEY	09.07.2009	Marketperformer			
CZECH REPUBLIC	16.09.2009	Marketperformer	MORGAN STANLEY	09.04.2009	Underperformer			
DEUTSCHE BAHN AG	20.08.2009	Marketperformer	MORGAN STANLEY	15.01.2009	Marketperformer			
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	09.07.2009	Underperformer	NIBC BANK NV	07.08.2009	Marketperformer			
DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK	15.01.2009	Marketperformer	OTP BANK PLC	09.07.2009	Marketperformer			
DEUTSCHE LUFTHANSA AG	12.03.2009	Underperformer	OTP BANK PLC	15.01.2009	Underperformer			
DEUTSCHE TELEKOM AG	22.04.2009	Marketperformer	POHJOLA BANK PLC	12.10.2009	Marketperformer			
DNB NORBANK ASA	22.10.2009	Outperformer	POHJOLA BANK PLC	06.08.2009	Underperformer			
DNB NORBANK ASA	06.05.2009	Marketperformer	POHJOLA BANK PLC	09.07.2009	Marketperformer			
DNB NORBANK ASA	15.01.2009	Outperformer	POHJOLA BANK PLC	07.05.2009	Underperformer			
DUESSELDORFER HYPOBANK	15.01.2009	Underperformer	POHJOLA BANK PLC	15.01.2009	Outperformer			
E.ON AG	13.05.2009	Marketperformer	PORSCHE AG	17.08.2009	Outperformer			
EBS BUILDING SOCIETY	10.03.2009	Underperformer	PORSCHE AG	23.07.2009	Marketperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE (E.D.F.)	12.11.2009	Underperformer	PORSCHE AG	14.05.2009	Underperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE (E.D.F.)	30.07.2009	Marketperformer	PORSCHE AG	07.01.2009	Marketperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE (E.D.F.)	22.01.2009	Outperformer	PORTUGAL TELECOM	18.02.2009	Marketperformer			
ELECTRICITE DE FRANCE (E.D.F.)	14.01.2009	Marketperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	05.11.2009	Marketperformer			
ENBW	13.11.2009	Marketperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	02.07.2009	Outperformer			
ENBW	11.05.2009	Underperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	26.05.2009	Marketperformer			
ENDESA S.A.	13.03.2009	Marketperformer	RAIFF ZENTRALBK OEST AG	15.01.2009	Underperformer			
ENDESA S.A.	22.01.2009	Underperformer	REPSOL YPF SA	30.07.2009	Marketperformer			
ENDESA S.A.	18.12.2008	Marketperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	12.03.2009	Outperformer			
ENEL S.p.A.	17.09.2009	Outperformer	REPUBLIC OF BULGARIA	26.11.2008	Underperformer			
ENEL S.p.A.	13.05.2009	Marketperformer	REPUBLIC OF COLOMBIA	16.09.2009	Marketperformer			
ENEL S.p.A.	22.01.2009	Underperformer	REPUBLIC OF CROATIA	11.03.2009	Underperformer			
			REPUBLIC OF CROATIA	26.11.2008	Marketperformer			
			REPUBLIC OF HUNGARY	24.07.2009	Outperformer			
			REPUBLIC OF IRELAND	08.10.2009	Outperformer			
			REPUBLIC OF IRELAND	29.01.2009	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

Frank Cerveny ,CIIA / CEFA	Leiter Research ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 38 18	frank.cerveny@dzbank.de
Tina Stumpf	Analyst ABS & Structured Credits	+49 – (0)69 – 74 47 – 99 642	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 Götzel
	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 Internationale Kunden, Public Clients	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 69 5	Christian Sauer
	Gruppenleiter Derivate	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiter Meta und Mittelstand Direktkunden Süd	+ 49 – (0)69 – 7447 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
Treasury	Gruppenleiter Liquidität Verbund	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 12 16	Marianne Höhler
Banken Retail Clients	Gruppenleiter Retailsales Nord	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 71 26	Jörg Hartmann
	Gruppenleiter Vertrieb Produktlösungen	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 36 7	Markus Reitmeier
	Gruppenleiter Handel Zinsprodukte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 68 20	Siegfried Drescher
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 Nord- und Südasiens	+ 65 – 65 80 – 16 28	Aik Kiong Yeo
Origination	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 49 97	Arnold Fohler
	Gruppenleiter Financials Deutschland	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 48 00	Jörg Müller
	Gruppenleiter Financials Ausland und Corporates	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai-Henning Poersche