

ABS & STRUCTURED CREDITS

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

VCL 18

- » Mit der „VCL 18“ bringt **Volkswagen**^{2), 5)}, die zweite Transaktion aus der VCL-Serie in diesem Jahr. Auto-Verbriefungen aus dem Hause Volkswagen zählen zu den „Outperformern“ im Segment der Auto-ABS in Europa. Dies zeigt auch die Rating-Performance, bei der es bislang keine Herabstufungen, wohl aber Heraufstufungen gegeben hat.
- » Die Emittentin der ABS-Anleihen – „VCL Multi-Compartment S.A.“ – ist eine insolvenzferne Zweckgesellschaft (in Form einer „Société Anonyme“) nach luxemburgischen Recht, die auch bereits für sieben Vorgängertransaktionen als Emittentin agierte. Alle Kreditnehmer haben ihren Sitz in Deutschland und die Kreditverträge basieren auf deutschem Recht. Die Struktur sowie die Dokumentation der Transaktion sind vergleichbar zu den vorangegangenen VCL-Transaktionen.
- » Verbrieft wird ein statisches, hoch granulares Portfolio ausschließlich deutscher Leasingforderungen, welches nahezu vollständig aus dem Hause Volkswagen stammt. Keine Forderung ist zum Emissionszeitpunkt rückständig.
- » Die „VCL 18“ verfügt über eine hohe initiale Kreditbesicherung der beiden Tranchen im Faktor von 6,5 für die Klasse B, für die A-Klasse sogar im Faktor 10,25 in Relation zur historisch maximalen Verlustschwere vergleichbarer deutscher VCL-Transaktionen.
- » Da es keine revolvingende Periode gibt, erfolgt die Amortisation der Anleihe von Beginn an, woraus eine vergleichsweise kurze WAL („Weighted Average Life“) für beide Klassen resultiert.
- » Die Klasse A ist als Senior-Tranche EZB-fähig.
- » Der Spread-Talk für die Transaktion hat noch nicht begonnen. Am Sekundärmarkt handeln ältere Driver- und VCL-Transaktionen mit WAL um ein Jahr derzeit indikativ knapp unter 30 Basispunkten. Wir erwarten indikativ für die Klasse A der „VCL 18“ einen Spread in Höhe von 25 bis 30 Basispunkten.

ANLEIHEN

Credit Focus
12.9.2013

INHALT

TRANSAKTIONSÜBERBLICK	2
TRANSAKTIONSSTRUKTUR	4
TRANSAKTIONSVERLAUF	6
Cash Flow Allokation	6
Planmäßiger Transaktionsverlauf	6
ORIGINATOR UND SERVICER: VW LEASING GMBH	9
PORTFOLIO-CHARAKTERISTIKA	10
Analyse des Forderungsportfolios	10
HISTORISCHE PERFORMANCE	14
Bisherige Transaktionen der VCL-Serie	14
Portfolio-Performance der VCL-Serie	14
Rating-Performance der VCL-Serie	16
ZUSAMMENFASSENDE BEURTEILUNG	17
IMPRESSUM	18

Autor(en) und Ersteller:
Ann-Kristin Moeglich, ANALYSTIN
Ralf Raebel, ANALYST
Andreas Gruhl

TRANSAKTIONSÜBERBLICK

Im Rahmen der VCL-Serie lanciert **Volkswagen^{2), 5)}** nach der „VCL 17“ im Februar nun die zweite VCL-Transaktion dieses Jahres. Die nachfolgende Tabelle stellt die Tranchierung der Emission dar. Durch den Emissionserlös aus der ABS-Anleihe im Höhe von [720,0] Mio. Euro sowie durch ein nachrangiges Darlehen über [21,0] Mio. Euro ergibt sich ein Fundingvolumen von [741,0] Mio. Euro. Dieser Betrag ist ausreichend, um das Forderungsportfolio mit einem Barwert von etwa [750] Mio. Euro anzukaufen, da der Kaufpreis um einen Abschlag von [9,0] Mio. Euro reduziert wird. Die zwei Tranchen der ABS-Anleihe verfügen jeweils über ein Rating der Agenturen S&P, Moody's und DBRS.

VCL 18 als zweite VCL-Transaktion dieses Jahres

VCL 18: TRANCHIERUNG

Klasse	Volumen (Mio. Euro)	Anteil	Credit Enhancement	WAL (Jahre)	Rating (sf) (S&P/M/D)	Rückzahlungsmodus	Erwartete Fälligkeit	Juristische Fälligkeit	Kupon
A	697,50	93,00%	8,20%	1,24	AAA / Aaa / AAA	sequent./pro rata	Apr 16	Jul 19	1mE+tbid
B	22,50	3,00%	5,20%	1,78	A+ / A1 / A(high)	sequent./pro rata	Apr 16	Jul 19	1mE+tbid
Anleihe	720,00								
ND	21,00	2,80%	Nachrangiges Darlehen			sequent./pro rata			
OC	9,00	1,20%	Überbesicherung ("Overcollateralisation, OC")						
Summe	750,00								
CCA	9,00	1,20%	Liquiditätskonto ("Cash Collateral Account, CCA")						

Quelle: vorläufiger Verkaufsprospekt, DZ BANK

Annahmen: CPR = 5% und Ausübung Clean-Up Call bei 10%

Das Portfolio der „VCL 18“ ist statisch und besteht insgesamt [67,249] Leasingforderungen gegenüber fast ausschließlich gewerblichen Leasingnehmern [99,98%] mit Sitz in Deutschland. Bei etwa [98,48%] der Leasingverträge handelt es sich um so genannte „Closed-End“-Verträge („Verträge ohne Gebrauchtwagenabrechnung“; vgl. später). Eine ausführliche Darstellung des Portfolios erfolgt im Abschnitt „Portfolio-Charakteristika“ ab Seite 10. Die Struktur ist in weiten Teilen mit der Vorgängerttransaktion „VCL 17“ vergleichbar. Die beiden Emissionen unterscheiden sich jedoch darin, dass das Credit Enhancement der B-Tranche von 5,40% („VCL 17“) um 0,2% auf 5,20% gesenkt wurde (vgl. hierzu Seite 15 Abbildung oben rechts). Ein weiterer Unterschied besteht auch beim Seasoning. Während die „VCL 17“ und auch die „VCL 16“ ein Seasoning von 7,7 Monaten aufweisen, zeichnet die „VCL 18“ ein längeres Seasoning von 8,9 Monaten aus, was sich tendenziell positiv in der Poolperformance widerspiegeln sollte(siehe hierzu die Tabelle auf Seite 11) und somit die Absenkung des Credit Enhancement Niveaus relativiert.

Granulares, statisches Portfolio ausschließlich deutscher Leasingforderungen

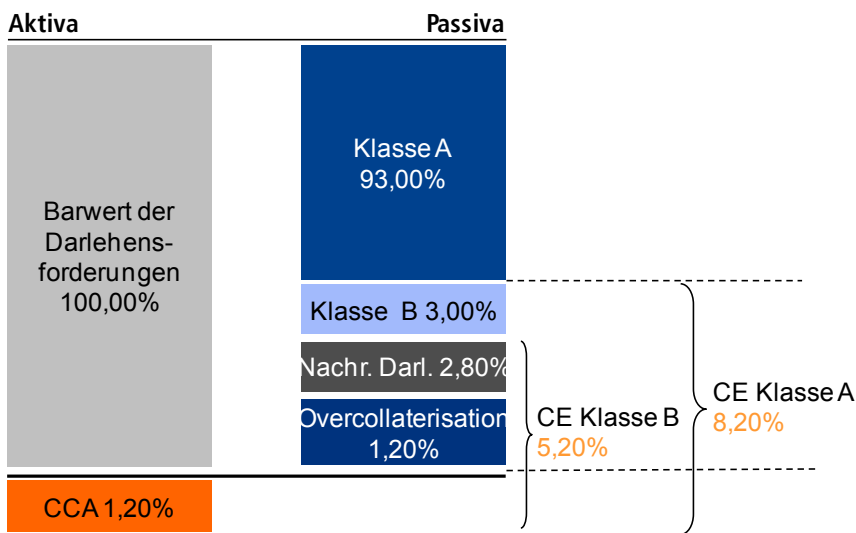
Es gibt keine revolvingierende Periode. Eingehende Zahlungen der Leasingforderungen werden von Beginn an für die Amortisation der Anleihen verwendet, woraus eine für Auto-ABS typische, vergleichsweise kurze „Weighted Average Life“ (WAL) resultiert – für Klasse A rund [1,24] und für Klasse B rund [1,78] Jahre. Für die Berechnung von WAL und erwarteter Fälligkeit wurde die Constant Prepayment Rate (CPR) mit [5,0%] sowie die Ausübung des Clean-Up Calls bei einer Unterschreitung eines Portfoliovolumens von [10%] unterstellt.

Keine revolvingierende Periode, kurze WALs

Die anfängliche Kreditbesicherung der Klasse A von [8,2%] setzt sich aus einem nachrangigen Darlehen in Höhe von [2,8%], der Überbesicherung von [1,2%], einem Liquiditätskonto (Cash Collateral Account, CCA) in Höhe von [1,2%] sowie der Subordination von Klasse B mit [3,0%] zusammen. Für die Klasse B reduziert sich das Credit Enhancement entsprechend um die genannte Subordination und erreicht damit noch [5,2%]. Excess Spread steht – wie bei allen VCL-Transaktionen – nicht als zusätzliches Element der Kreditbesicherung zur Verfügung. Kommt es in Folge von ausgefallenen Darlehen zu Verlusten, reduzieren die Abschreibungen von Forderungen das Portfoliovolumen und damit zunächst die Überbesicherung von anfänglich [1,2%] bzw. [9,0] Mio. Euro. Sollte diese aufgezehrt sein, wird im nächsten Schritt das nachrangige Darlehen belastet.

Anfängliche Besicherung der Anleihe

AKTIV-/PASSIVSTRUKTUR DER VCL 18



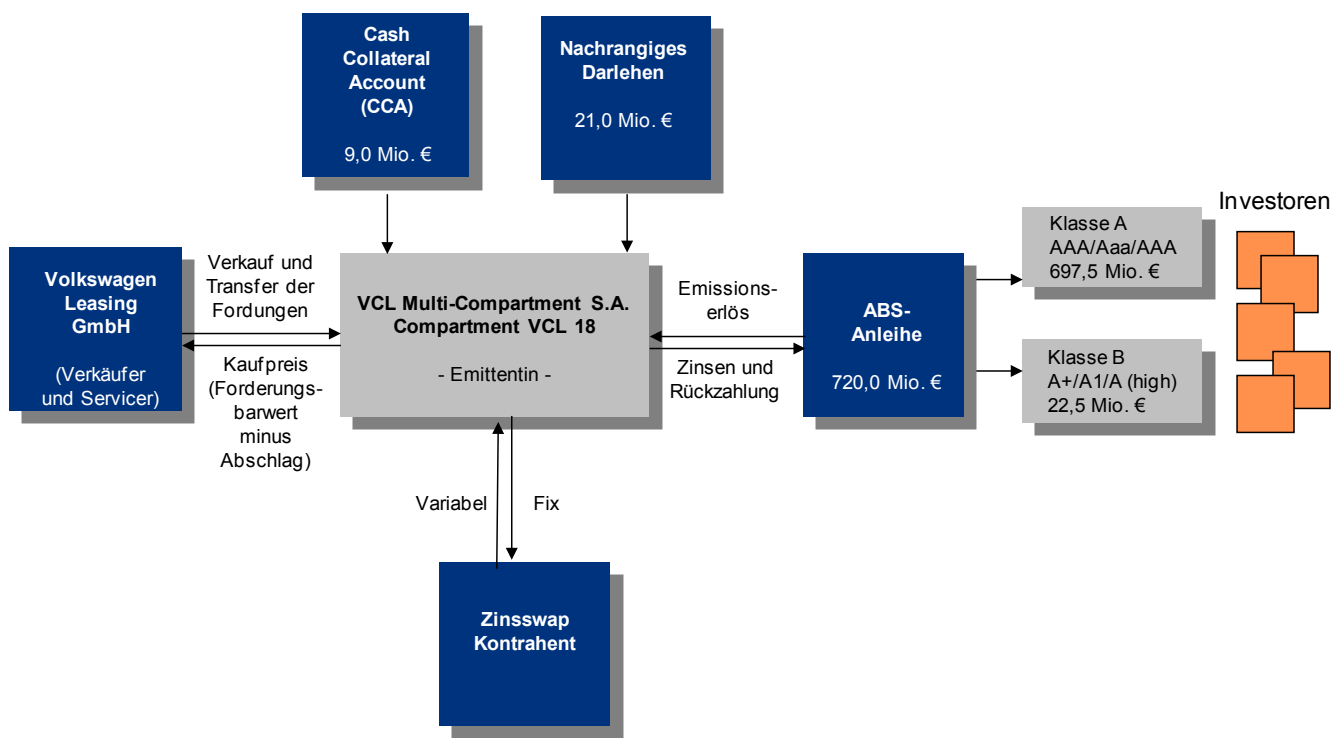
Quelle: VWFS, DZ BANK

TRANSAKTIONSSTRUKTUR

Die Emittentin der ABS-Anleihen – „VCL Multi-Compartment S.A.“ – ist eine insolvenzferne Zweckgesellschaft (in Form einer „Société Anonyme“) nach luxemburgischen Recht, die auch bereits für sieben Vorgängertransaktionen als Emittentin agierte. VCL Multi-Compartment S.A.“ ist ein so genanntes „Multi-issuance“ Vertriebsvehikel und handelt für und im Namen seiner „Compartments“. Die Compartments sind strikt voneinander getrennt. Die Verbindlichkeiten und Verpflichtungen, die aus der Ausgabe von Anleihen für das jeweilige Compartment entstehen, sind ausschließlich nur aus der Verwertung der Vermögenswerte dieses Compartments zu befriedigen. Entsprechend sind auch die Ansprüche der Anleihegläubiger auf das jeweilige Compartment beschränkt. Für das „Compartment VCL 18“ erfolgt im Rahmen einer Vereinbarung („Lease Receivables Purchase Agreement“) mit der VW Leasing GmbH über eine Treuhandgesellschaft der Verkauf der Forderungen sowie der darauf folgende Ankauf der Leasingforderungen von der Emittentin. Dabei handelt es sich um einen „True-Sale“-Verkauf der Leasingforderungen, die VW Leasing hat folglich jegliche Zugriffsrechte auf die Leasingforderungen verloren.

VCL Multi-Compartment S.A. als Emittentin für Compartment VCL 18

VEREINFACHTE TRANSAKTIONSSTRUKTUR DER VCL 18 IM ÜBERBLICK



Quelle: vorläufiger Verkaufsprospekt, DZ BANK

Der Forderungsübertrag auf die Emittentin erfolgt aus Datenschutzgründen anonymisiert. Die persönlichen Daten verwaltet ein „Data Protection Trustee“. Der Verkauf der Leasingforderungen wird den Leasingnehmern nicht angezeigt. Den Einzug der Leasingforderungen übernimmt die VW Leasing als Servicer für den weit überwie-

Data Protection Trustee und Servicer

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

genden Teil des Portfolios [94,10%] auf dem Wege des Lastschriftinzugsverfahrens („Direct Debit“).

Das nachrangige Darlehen in Höhe von [21,0] Mio. Euro wird von einer Tochtergesellschaft der Volkswagen AG zum Closing der Transaktion bereitgestellt. Das Cash Collateral Account (CCA) wird zum Emissionszeitpunkt der Anleihe in Höhe von [9,0] Mio. Euro bereitgestellt und amortisiert einhergehend mit dem ausstehenden Volumen der Anleiheklassen bis zu einer Untergrenze von [7,50] Mio. Euro bzw. [1,0 %]. Während der Transaktionslaufzeit fungiert das CCA als Liquiditätsreserve zur Sicherstellung einer pünktlichen Zahlung von Anleihezinsen und „Senior Fees“. Es deckt jedoch während der Laufzeit keine Verluste ab. Erst am „Final Payment Date“ wird ein möglicherweise eingetretener Kapitalverlust der Anleihe mit dem Saldo des CCA verrechnet. Daher kann das CCA auch dem Credit Enhancement hinzugerechnet werden. Das Zinsänderungsrisiko aus der variablen Verzinsung der Anleihe und den festverzinslichen Darlehen im Portfolio wird durch zwei Zinsswaps – separat für jede Anleihekategorie – abgesichert.

Nachrangdarlehen, Cash Collateral Account und Zinsswaps

Die VW Leasing bestätigt den Risiko-Einbehalt im Einklang mit den Bestimmungen von Artikel §122a CRD bzw. Artikel §405 CRR und §18a KWG. Gemäß der Option aus §18a Abs. 1 Nr. 3 KWG bzw. §122a CRD Abs. 1c wird der Einbehalt aus für die Verbriefung vorgesehenen Forderungen gebildet, welche nach dem Zufallsprinzip ausgewählt wurden. Der gesetzliche Mindest-Einbehalt liegt bei 5%. Dem gegenüber hat VW Leasing auf freiwilliger Basis zum Zeitpunkt der Emission einen Einbehalt von [7,50%] vorgenommen. Über den Einbehalt wird fortlaufend im Rahmen der regelmäßigen Investor Reports berichtet.

5% Einbehalt gem. §122a CRD, §405 CRR bzw. §18a KWG

Die Klasse A ist als Senior-Tranche EZB-fähig. Die Originatorin wird sich angabegemäß auch in Zukunft um die Aufrechterhaltung der EZB-Fähigkeit während der Transaktionslaufzeit bemühen. Hierzu zählt dann u.a. die Bereitstellung von Kreditdaten auf Einzelkreditenebene („Loan-Level-Data“). Darüber hinaus sind auch die Cash flows der Transaktion in Bloomberg, ABSNet und Intex modelliert.

EZB-Fähigkeit, Loan-Level-Daten und Cash-flow-Modellierung

Wie vorangegangene VCL-Transaktionen ist auch die „VCL 18“ von der TSI (True Sales International GmbH) zertifiziert und verfügt über die Auszeichnung „Certified by TSI – Deutscher Verbriefungsstandard“. Damit erfüllt die Transaktion sowohl alle allgemeinen Qualitätskriterien, z.B. hinsichtlich der Güte der Forderungen, der Kreditvergabe- und Servicing-Standards, als auch die zusätzlichen Qualitätskriterien für Automobildarlehen. Alle relevanten Dokumente zur Struktur der Transaktion wie Verkaufsprospekt und Presale-Reports sowie später auch alle Investoren-Reports sind über die Internet-Seite <http://www.true-sale-international.de/leistungen/abs-transaktionen> abrufbar. Darüber hinaus werden diese Informationen auch von Volkswagen Financial Services (www.vwfsag.de) zur Verfügung gestellt.

TSI Zertifizierung

TRANSAKTIONSVERLAUF

Cash Flow Allokation

Für Zins- und Tilgungsleistungen ist eine gemeinsame Wasserfallstruktur vorgesehen. Der in jeder Periode zur Allokation zur Verfügung stehende Betrag ist als „Available Distribution Amount“ definiert und basiert primär auf den gezahlten Leasingraten aus dem Pool. Von den zur Verfügung stehenden Mitteln werden nach Abzug der Senior Fees sowie der Zinszahlungen im Rahmen der Zinsswapvereinbarung zunächst die Zinsen auf die A-Tranche allokiert. Danach werden die auf die B-Tranche entfallenden Zinsen vergütet, bevor Kapitalrückzahlungen auf die A- und nachfolgend die B-Tranche geleistet werden. Der erste (Zins-)Zahlungstag ist der [21. November 2013], die erwartete Endfälligkeit („expected maturity“) bei einer angenommenen Vorfälligkeitsrate (CPR) von [5%] liegt im [April 2016] und die juristische Endfälligkeit im [Juli 2019].

Cash-Flow-Allokation

„AVAILABLE DISTRIBUTION AMOUNT“ UND VEREINFACHTER WASSERFALL DER VCL 18

Available Distribution Amount	Planmäßiger Wasserfall
Zahlungen (Leasingraten/Entschädigungserlöse) aus dem Vertragsportfolio	1 Senior Expenses (z.B. Steuern, Security Trustee Fees, Data Protection Trustee Fees, Gebühren der Ratingagenturen, Kontoführung)
+ Erträge sowie Zahlungen aus dem Cash Collateral Account (CCA)	2 Zahlungen im Rahmen der Zinsswap-Vereinbarungen
+ (Netto-)Zahlungen aus den Zinsswaps	3 Zinsen Klasse A
	4 Zinsen Klasse B
	5 CCA bis zum notwendigen Volumen
	6 Sequentielle/pro rata Kapitalrückzahlung Klasse A
	7 Sequentielle/pro rata Kapitalrückzahlung Klasse B
	8 Zahlungsüberschuss: - Rückzahlung des nachrangiges Darlehens - Rückfluss an die VW Leasing

Quelle: vorläufiger Verkaufsprospekt

Planmäßiger Transaktionsverlauf

Die Rückzahlung der Anleihen erfolgt zunächst sequentiell, d.h. der gesamte Kapitalrückfluss wird auf Klasse A allokiert. Sobald entsprechende Voraussetzungen erfüllt sind, wechselt die Rückzahlung der Anleihe auf eine „quasi pro rata“-Allokation. Zur Steuerung der Rückzahlung ist ein Trigger implementiert, der an der Zielüberbesicherung („Target OC“) – entspricht dem relativen Credit Enhancement der Anleiheklasse ohne Berücksichtigung des CCA – der Anleihe ansetzt.

Sequentielle Tilgung

Bis zum Erreichen des Sollwertes für das Target OC von [12,25%] für Klasse A wird die gesamte Summe, die im Wasserfall an Position 6 „Kapitalrückzahlung Klasse A“ verfügbar ist, auf diese Klasse allokiert. Sobald der Zielwert erreicht ist, wird der Rückzahlungsbetrag von Klasse A in jeder Periode exakt so gewählt, dass der Wert von [12,25%] konstant gehalten wird. Danach setzt die sequentielle Rückzahlung

Wechsel des Rückzahlungsmodus

der Klasse B ein, deren Target OC mit [7,50%] definiert ist. Auch dieser Wert wird – einmal erreicht – konstant gehalten und der Rückzahlungsmodus wechselt von sequentiell auf „pro rata“. Nachdem beide Target OCs erreicht sind, wird der überschüssige Cash Flow gemäß Wasserfall auf das nachrangige Darlehen und die VW Leasing allokiert.

Darüber hinaus ist ein Trigger („Level 1 Credit Enhancement Increase Condition“) vorhanden, der bei einer zu schwachen Portfolioperformance (kumulierter Verlust) für eine Erhöhung des Credit Enhancements sorgt. Zudem wechselt die Rückzahlung in diesem Fall temporär auf eine sequentielle Allokation zurück. Übersteigen die kumulierten Verluste im Verhältnis zum ursprünglichen Portfoliovolumen („Cumulative Net Loss Ratio“) bis [01/2015] einen Wert von [0,5%] beziehungsweise von [1,15%] im Zeitintervall von [01/2015] bis [10/2015], werden das Target OC von Klasse A auf [14,00%] und das von Klasse B auf [8,25%] heraufgesetzt. In diesem Fall wechselt die Rückzahlung temporär auf eine sequentielle Allokation zurück, bis die neuen Grenzen der Überbesicherung erreicht sind.

Triggersteuerung des Rückzahlungsprofils (1)

Sollte aufgrund einer schlechten Poolperformance zu irgendeinem Zeitpunkt die kumulierte Nettoverlustrate einen Wert von [1,6%] überschreiten, erfolgt die Rückzahlung ab diesem Zeitpunkt irreversibel sequentiell („Level 2 Credit Enhancement Increase Condition“).

Triggersteuerung des Rückzahlungsprofils (2)

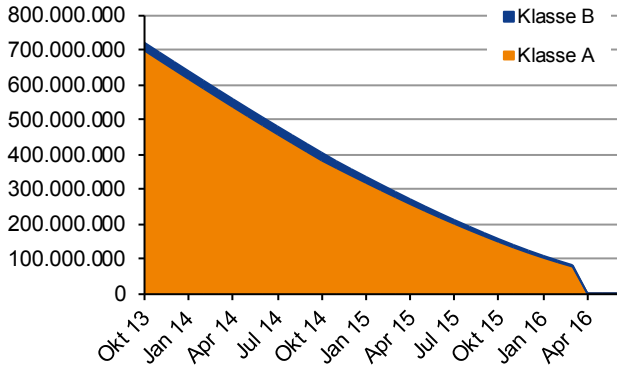
Die VW Leasing verfügt über das optionale Recht, die noch ausstehenden Forderungen der „VCL 18“ zurückzukaufen, wenn deren Barwert auf weniger als [10%] des Volumens beim Pool Cut abgesunken ist (Clean-up Call). Die Voraussetzung dieses Calls ist, dass alle Zahlungsverpflichtungen bezüglich der Anleihen erfüllt werden. Je nach Höhe der „Constant Prepayment Rate, CPR“ wird der Zeitpunkt des Calls zwischen [05/2016] (0% CPR) und [03/2016] (13% CPR) liegen.

Clean-Up Call bei 10%

Die folgende linke Grafik zeigt die erwartete Entwicklung des ausstehenden Anleihevolumens für Klasse A und B bei einer CPR von [5%]. Die nebenstehende Tabelle zeigt zudem für beide Klassen alternative CPR-Szenarien (von 0% bis 13%) mit den jeweiligen Zeitpunkten für den Amortisationsbeginn, die erwarteten Fälligkeiten sowie die jeweils ermittelte WAL.

Entwicklung des Anleihevolumens

TILGUNGSPROFIL DER VCL 18



Quelle: vorläufiger Verkaufsprospekt; Annahme: CPR 5%, Clean Up Call 10%

WEIGHTED AVERAGE LIFE (JAHRE) DER ANLEIHEN BEI UNTERSCHIEDLICHEN CPR-ANNAHMEN

CPR	Klasse A			Klasse B		
	WAL (Y)	1. Tilgung im Monat	Erwartete Fälligkeit	WAL (Y)	1. Tilgung im Monat	Erwartete Fälligkeit
0%	1,31	Nov 13	Mai 16	1,86	Dez 14	Mai 16
5%	1,24	Nov 13	Apr 16	1,78	Nov 14	Apr 16
9%	1,20	Nov 13	Apr 16	1,72	Okt 14	Apr 16
13%	1,15	Nov 13	Mrz 16	1,66	Sep 14	Mrz 16

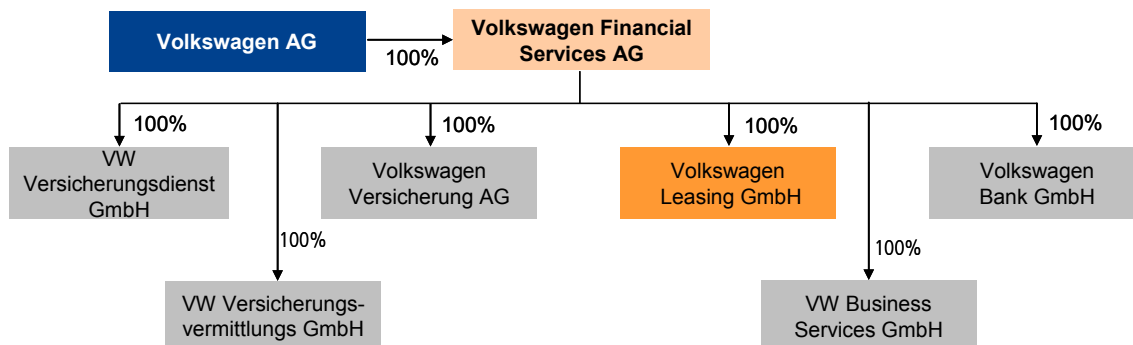
ORIGINATOR UND SERVICER: VW LEASING GMBH

Mit der VCL-Serie verbrieft die zur Volkswagen Financial Services AG (VWFS) zählende Volkswagen Leasing GmbH (VW Leasing) Automobil-Leasingforderungen, die in Deutschland generiert werden. VWFS zählt zu den „Pionieren“ am deutschen Verbriefungsmarkt und hat sich mittlerweile zum bedeutendsten Auto-ABS-Originator in Europa entwickelt.

Der Originator, die VW Leasing, ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der Volkswagen Financial Services AG (VWFS), welche wiederum ein Teilkonzern der Volkswagen AG, Wolfsburg, ist. Innerhalb der Gruppe ist die VW Leasing sowohl für das Leasinggeschäft mit Einzelfahrzeugen als auch für Fahrzeugflotten zuständig und gilt als größte herstellergebundene Autoleasinggesellschaft Europas. Zu den Leasingnehmern zählen daher Privat- wie auch Firmenkunden. Die VWFS verfügt über Ratings von Moody's und S&P (siehe Tabelle rechts). Der Ausblick ist bei beiden Agenturen „positiv“. Die VW Leasing verfügt aber auch über ein eigenständiges Moody's Rating von P-2 bzw. A3 mit ebenfalls positivem Ausblick. Nachfolgend haben wir die Konzernverflechtung vereinfacht dargestellt.

Ratings der VWFS AG	S&P	Moody's
Long-Term	A-	A3
Ausblick (Long-Term)	positiv	positiv
Short-Term	A-2	P-2
Senior unsecured	-	A3
Subordinated	-	Baa1

EINORDNUNG DER VW LEASING IN DIE VW KONZERNSTRUKTUR



Quelle: VWFS

PORTFOLIO-CHARAKTERISTIKA

Die Leasingraten bei Auto-Leasingverträgen sind zum Teil vergleichsweise niedrig, da sie häufig als „Anreiz“ zum Abschluss der Leasingverträge eingesetzt werden. Dadurch ist der Ertrag eines solchen Portfolios gegebenenfalls zu niedrig, um den Kupon der Anleihe und andere Kosten der Transaktion zu erwirtschaften. Das Problem wird gelöst, indem die planmäßig erwarteten Zahlungseingänge (Zinsen und Tilgung zusammengefasst) in der Zukunft mit einem Diskontfaktor abgezinst werden, der „synthetisch“ eine ausreichend hohe Verzinsung erzeugt. Aus der Differenz aus Forderungsbarwert und erfolgter tatsächlicher Zahlung können dann alle Aufwendungen, die neben der Kapitalrückzahlung anfallen, bestritten werden. Dies sind insbesondere der schon erwähnte Kupon der Anleihe sowie „Senior Expenses“ wie Servicing- und Administrationsgebühren. Die Diskontrate der „VCL 18“ beträgt 5,7016%. Excess Spread als positive Differenz zwischen der Zinseinnahme aus dem Portfolio und dem Zinsaufwand aus der Anleihe steht aufgrund dieser Vorgehensweise aber nicht als zusätzlicher Verlustpuffer zur Verfügung.

Analyse des Forderungsportfolios

Wie bei allen Emissionen der VCL-Serie beinhaltet das zu Grunde liegende Portfolio ausschließlich deutsche Auto-Leasingforderungen, Restwert Risiken werden nicht verbrieft. Da alle Leasingverträge amortisierend ausgestaltet sind, bestehen auch keine Ballonrisiken hinsichtlich der Zahlungsstruktur. Der statische Pool beinhaltet über [67 Tsd.] Leasingverträge mit Forderungen an über [44 Tsd.] Leasingnehmer. Insofern handelt es sich um ein äußerst granulares Portfolio mit einer Top 20 Konzentration von [0,71%].

Nach der Klassifikation der VW Leasing werden die Leasingnehmer fast ausschließlich als gewerbliche Kunden eingestuft [99,98%]. Branchenschwerpunkte bilden das produzierende Gewerbe [21,76%], sonstige Dienstleistungen [20,29%] sowie Einzelhandel bzw. Großhandel [18,59%]. Finanziert werden mit [95,15%] Neuanschaffungen von Fahrzeugen, die mit [99,78%] nahezu ausschließlich den verschiedenen Automarken des Volkswagenkonzerns zuzuordnen sind.

Synthetisch erzeugte Verzinsung des Portfolios – kein Excess Spread

Granulares Portfolio deutscher Auto-Leasingforderungen

Primär VW-Neuwagenfinanzierungen gewerblicher Kunden

PORTFOLIOSTRUKTUR AUF EINEN BLICK

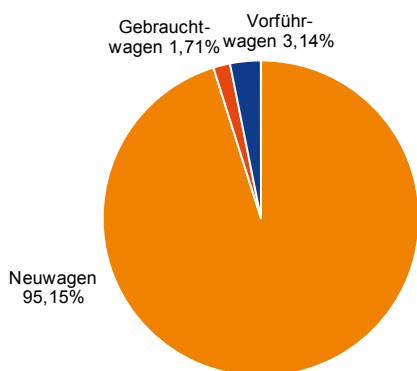
Portfoliovolumen	750 Mio. Euro
Anzahl Leasingverträge	67.249
Anzahl Leasingnehmer	44.302
Durchschnittliche Leasingsumme	11.152,61 Euro
Durchschnittliche Vertragslaufzeit	40,97 Monate
Durchschnittliche Restlaufzeit	32,11 Monate
Durchschnittliches Seasoning	8,86 Monate
Privat / gewerblich	0,02%/99,98%
Open / Closed End Lease Contract	1,34%/98,66%
Neu- / Vorführ- / Gebrauchtwagen	95,15%/3,14%/1,71%
Top 1 bzw. 20 Konzentration	0,04% bzw. 0,71%
Marken VW-Konzern / andere	99,78%/0,22%

Quelle: vorläufiger Verkaufsprospekt

Der weit überwiegende Teil [98,66%] der Leasingverträge ist als „Vertrag ohne Gebrauchtwagenabrechnung“ („closed end lease contract“) ausgestaltet. Bei diesen besteht für den Leasingnehmer kein Risiko hinsichtlich des fixierten Fahrzeugrestwertes bei Vertragsende, da dieser vom Vertragshändler garantiert wird. Mehr-/Minderkilometer im Vergleich zur vereinbarten Laufleistung des Fahrzeugs werden verrechnet bzw. erstattet. Demgegenüber bieten „Verträge ohne Gebrauchtwagenabrechnung“ („open end lease contract“) dem Leasingnehmer die Chance, aber auch das Risiko eines vertraglich nicht fixierten Restwertes bei Vertragsende.

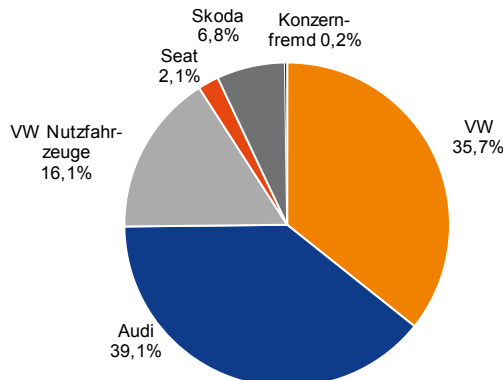
Vertragstypen

PORTFOLIO NACH FAHRZEUGEN



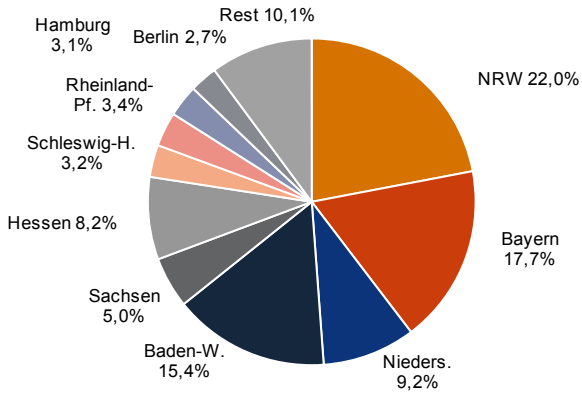
Quelle: vorläufiger Verkaufsprospekt

PORTFOLIO NACH FAHRZEUGMARKE



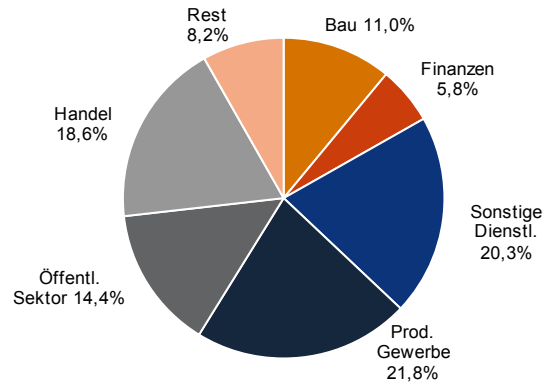
Quelle: vorläufiger Verkaufsprospekt

PORTFOLIO NACH BUNDESLÄNDERN



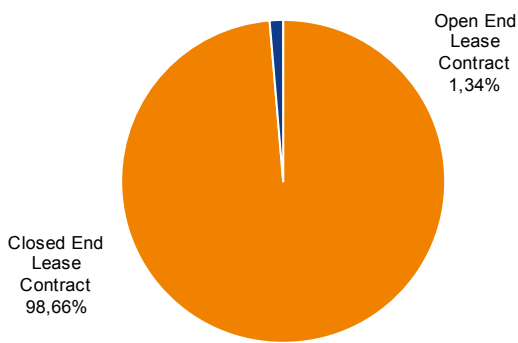
Quelle: vorläufiger Verkaufsprospekt

PORTFOLIO NACH BRANCHEN



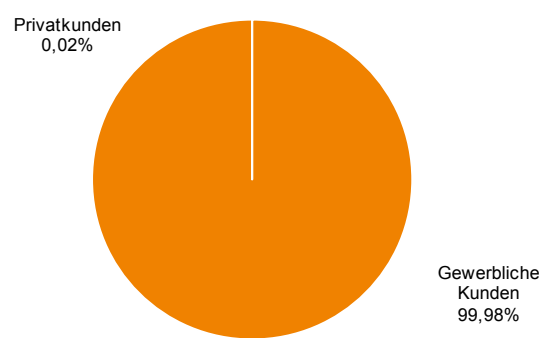
Quelle: vorläufiger Verkaufsprospekt

PORTFOLIO NACH VERTRAGSART



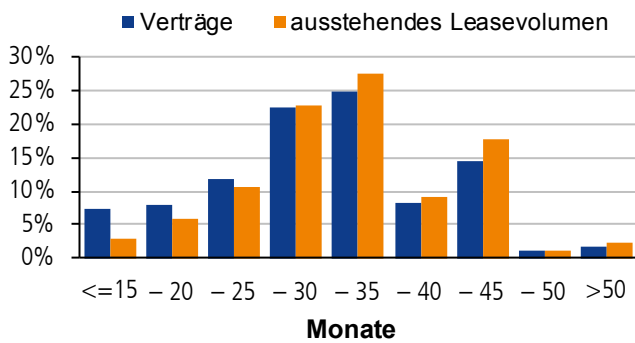
Quelle: : vorläufiger Verkaufsprospekt

PORTFOLIO NACH KUNDENGRUPPEN



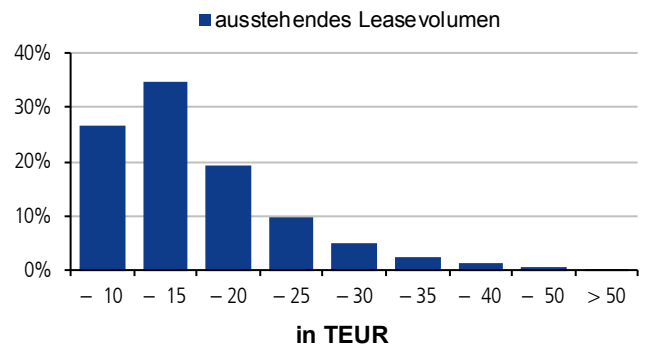
Quelle: : vorläufiger Verkaufsprospekt

PORTFOLIO NACH RESTLAUFZEIT



Quelle: vorläufiger Verkaufsprospekt

PORTFOLIO NACH BARWERTIGEM VERTRAGSVOLUMEN



Quelle: vorläufiger Verkaufsprospekt

WESENTLICHE ANFORDERUNGEN, DIE VON ALLEN LEASINGVERTRÄGEN IM PORTFOLIO ERFÜLLT SEIN MÜSSEN (ELIGIBILITY CRITERIA)

- Leasingverträge müssen abtretbar sein.
- Übertragene Leasingforderungen sind über die gesamte Laufzeit des Vertrages unbestritten und frei von Ansprüchen Dritter. Dem Leasingnehmer steht kein Recht zur Aufrechnung zu.
- Endfälligkeit zwischen 12 und 60 Monaten.
- Die Leasingverträge werden ausschließlich mit privaten und gewerblichen Leasingnehmern geschlossen, die ihren Wohn-/ Geschäftssitz in Deutschland haben.
- Die Leasingverträge unterliegen deutschem Recht.
- Die Leasingforderungen dürfen zum Stichtag nicht überfällig sein.
- Mindestens zwei Leasingraten müssen bereits bezahlt sein.

- Kündigungen der Leasingverträge sind nicht vollzogen und stehen nicht bevor.
- Der Gesamtbetrag der Leasingforderungen an einen Leasingnehmer darf maximal 0,5 Mio. Euro betragen.
- Es dürfen keine Insolvenzverfahren (gemäß dem Kenntnisstand der VW Leasing) gegen einen Leasingnehmer eröffnet worden sein.
- Das Collateral enthält keine Leasingverträge mit Kilometerabrechnung, die vor dem 1. Oktober 2013 mit Leasingnehmern, die als Verbraucher nach deutschem Recht gelten, abgeschlossen wurden.
- Keine Vergabe von Leasingverträgen an Tochtergesellschaften der Volkswagen AG sowie an die Familie Porsche Stuttgart und die Familie Piech Salzburg Gruppe.

Quelle: vorläufiger Verkaufsprospekt

HISTORISCHE PERFORMANCE

Bisherige Transaktionen der VCL-Serie

Mit der VCL-Serie verbrieft die zur VWFS zählende VW Leasing Automobil-Leasingforderungen. Neben der bereits in 1996 etablierten VCL-Serie wurden von VWFS über ihre Tochtergesellschaft Volkswagen Bank GmbH ab 2004 auch zahlreiche Driver-Transaktionen emittiert, die als Verbriefungen von Autokreditforderungen ebenfalls dem Segment der deutschen Auto-ABS zuzuordnen sind. Insgesamt verfügt die VWFS als einer der aktivsten Originatoren im europäischen Auto ABS-Segment über einen langjährigen und einwandfreien „Track record“. Nachfolgend haben wir für die VCL- und Driver-Serie die Daten der deutschen Transaktionen – soweit verfügbar – zusammengestellt. Bis heute hat VWFS demnach über 37,3 Mrd. Euro Transaktionsvolumen im Auto-ABS-Segment realisiert, davon rund 16,6 Mrd. Euro über die VCL-Serie und mehr als 20,7 Mrd. Euro über die Driver-Serie.

Bisher VCL-Transaktionen im Volumen von etwa 16,6 Mrd. Euro

TRACK RECORD VCL-SERIE

BB-Ticker	Transaktion	Emissions-Vol.	Vol. ausstehend	Jahr
VCL 3	VCL 3	500.000.000	0	1999
VCL 4	VCL 4	750.000.000	0	2001
VCL 5	VCL 5	1.000.000.000	0	2002
VCL 6	VCL 6	965.000.000	0	2003
VCL 7	VCL 7	969.900.000	0	2004
VCL 8	VCL 8	970.000.000	0	2006
VCL 9	VCL 9	970.550.000	0	2007
VCL 10	VCL 10	970.550.000	0	2007
VCL 11	VCL 11	519.100.000	0	2007
VCL 12	VCL 12	519.100.000	0	2010
VCL 13	VCL 13	953.000.000	146.741.025	2011
VCL 14	VCL 14	815.600.000	239.833.276	2011
VCL 15	VCL 15	958.000.000	425.938.928	2012
VCL 16	VCL 16	1.030.100.000	673.302.500	2012
VCLPR 2008-1	Private VCL 2008-1	576.000.000	0	2008
VCLPR 2009-1	Private VCL 2009-1	384.000.000	0	2009
VCLPR 2009-2	Private VCL 2009-2	556.800.000	0	2009
VCLPR 2009-3	Private VCL 2009-3	383.200.000	0	2009
VCLM 2010-1	VCL Master 2010-1	184.200.000	184.200.000	2010
VCLM 2010-1C2	VCL Master 2010-1Comp.2	75.000.000	75.000.000	2010
VCLM 2010-2	VCL Master 2010-2	184.200.000	184.200.000	2010
VCLM 2010-2C2	VCL Master 2010-2Comp.2	50.000.000	50.000.000	2010
VCLM 2010-3	VCL Master 2010-3	36.900.000	5.355.048	2010
VCLM 2010-3C2	VCL Master 2010-3Comp.2	50.000.000	31.301.105	2010
VCLM 2010-4	VCL Master 2010-4	305.500.000	305.500.000	2010
VCLM 2010-4C2	VCL Master 2010-4Comp.2	308.900.000	308.900.000	2010
VCLM 2011-1	VCL Master 2011-1	74.200.000	10.768.449	2011
VCLM 2011-2	VCL Master 2011-2	76.300.000	76.300.000	2011
VCLM 2012-1	VCL Master 2012-1	114.100.000	114.100.000	2012
VCLM 2012-2	VCL Master 2012-2	85.600.000	85.600.000	2012
VCLM 2012-3	VCL Master 2012-3	85.600.000	85.600.000	2012
VCLM 2012-4	VCL Master 2012-4	202.700.000	202.700.000	2012
VCLM 2013-1	VCL Master 2013-1	85.000.000	85.000.000	2013
VCLM 2013-1C2	VCL Master 2013-1C2	159.100.000	159.100.000	2013
VCL 17	VCL 17	718.500.000	592.871.043	2013
		16.586.700.000	4.042.311.373	

Quelle: Bloomberg, DZ BANK

TRACK RECORD DRIVER-SERIE DEUTSCHE TRANSAKTIONEN

BB-Ticker	Transaktion	Emissions-Vol.	Vol. ausstehend	Jahr
DRVON 1	Driver 1	1.200.000.000	0	2004
DRVON 2	Driver 2	956.000.000	0	2005
DRVON 3	Driver 3	959.500.000	0	2006
DRVON 4	Driver 4	963.000.000	0	2007
DRVON 5	Driver 5	1.254.500.000	0	2008
DRVON 6	Driver 6	967.000.000	0	2008
DRVON 7	Driver 7	519.100.000	47.672.926	2010
DRVON 8	Driver 8	714.400.000	186.063.412	2011
DRVON 9	Driver 9	714.400.000	246.815.936	2011
DRVPR 2008-2	Private Driver 2008-2	967.000.000	0	2008
DRVPR 2008-3	Private Driver 2008-3	967.000.000	0	2008
DRVPR 2008-4	Private Driver 2008-4	967.000.000	0	2008
DRVPR 2010-1	Private Driver 2010-1	942.500.000	259.344.319	2010
DRVPR 2011-1	Private Driver 2011-1	323.000.000	121.369.649	2011
DRVPR 2011-2	Private Driver 2011-2	949.900.000	377.509.301	2011
DRVPR 2011-3	Private Driver 2011-3	952.500.000	451.514.941	2011
DRVPR 2012-1	Private Driver 2012-1	952.500.000	603.526.498	2012
DRVPR 2012-2	Private Driver 2012-2	952.500.000	604.209.434	2012
DRVPR 2012-3	Private Driver 2012-3	952.500.000	757.336.357	2012
DRVON 10	Driver 10	952.500.000	823.224.452	2013
DRVON 11	Driver 11	714.400.000	698.493.223	2013
DRVPR 2013-1	Private Driver 2013-1	952.500.000	909.590.269	2013
DRVPR 2013-2	Private Driver 2013-2	952.500.000	933.218.791	2013
		20.746.200.000	7.019.889.508	

Quelle: Bloomberg, DZ BANK

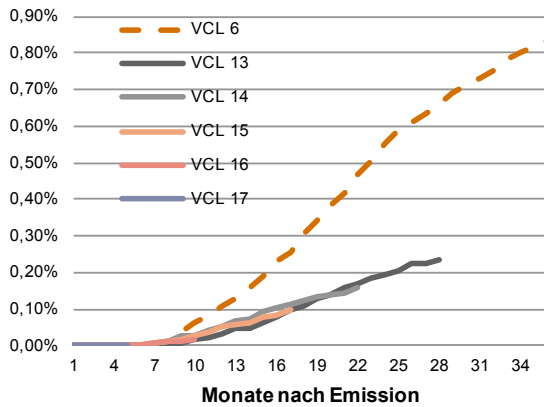
Portfolio-Performance der VCL-Serie

Im Hinblick auf die Performance der VCL-Emissionen (dargestellt werden nachfolgend die noch ausstehenden VCL-Transaktionen 13 bis 17 sowie die bereits vollständig zurückgezahlte „VCL 6“) fallen die kumulierten Nettoverluste der einzelnen Transaktionen vergleichsweise niedrig aus (vgl. Abbildung nachfolgend links). Mit rund 0,8% weist die VCL 6 bislang die historisch höchsten kumulierten Verluste aller VCL-Emissionen auf. Vergleicht man diese maximale Verlustquote von ca. 0,8% mit

Relativ niedrige Nettoverluste

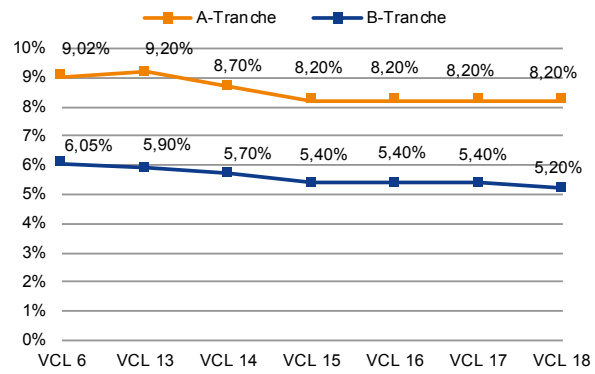
dem aktuellen Credit Enhancement der „VCL 18“ (vgl. hierzu Abbildung nachfolgend rechts), zeigt sich, dass bereits die Kreditbesicherung der B-Tranche demgegenüber im Faktor von 6,5 höher liegt, die der A-Klasse sogar im Faktor 10,25.

KUMULIERTE NETTOVERLUSTE DER VCL-EMISSIONEN



Quelle: ABSNet, DZ BANK

ENTWICKLUNG DER CREDIT ENHANCEMENT-NIVEAUS

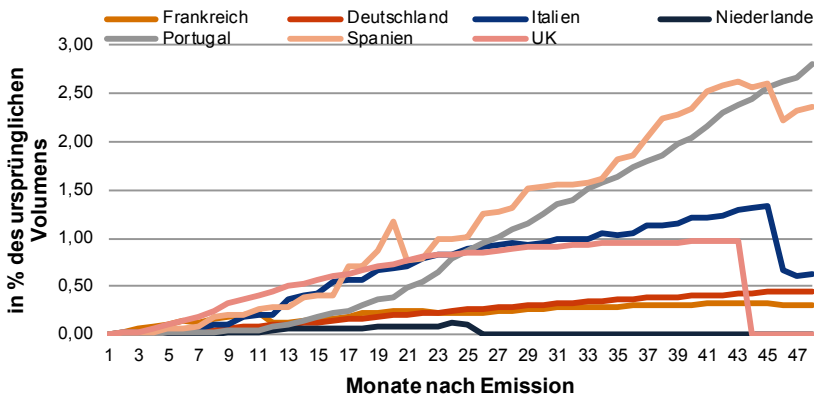


Quelle: Moody's, S&P, DZ BANK

Die bisherige Performance der VCL-Transaktionen war nach Aussage von Fitch im Rahmen der Erwartungen zum Closing oder sogar besser. Ferner performen die VCL-Transaktionen konform oder besser als vergleichbare deutsche Auto-ABS-Emissionen. Da deutsche Auto-ABS wiederum im europäischen Vergleich ihre Pendants aus anderen Herkunftsländern outperformen (vgl. Grafik oben links), zählen die Auto-Emissionen aus dem Hause Volkswagen zu den „Top Deals“ in Europa. Dies zeigt auch die nachfolgende Rating-Entwicklung (vgl. nachfolgenden Abschnitt).

Outperformer im Segment der Auto-ABS

KUMULIERTE PORTFOLIO-NETTO-VERLUSTE IN EUROPÄISCHEN AUTO-ABS



Quelle: Moody's, DZ BANK

Rating-Performance der VCL-Serie

Zahlreiche Anleihe-Tranchen der VCL-Serie sind während ihrer Laufzeit im Rating heraufgestuft worden. In den folgenden Tabellen stellen wir die ursprünglichen den aktuellen Ratings gegenüber. Heraufstufungen bei ausstehenden Transaktionen sind farblich unterlegt. Herabstufungen hat es bei der VCL-Serie nach unseren Informationen bislang, auch bei den zurück gezahlten Transaktionen, noch nicht gegeben.

Hohe Ratingstabilität, keine Herabstufungen

RATINGS DER VCL-SERIE

BB	BB Ticker	RTG_MDY_INITIAL	RTG_SP_INITIAL	RTG_FITCH_INITIAL	RTG_DBRS_INITIAL	RTG_MOODY	RTG_SF	RTG_FITCH	RTG_DBRS	Jahr
VCL 3	VCL 3 A Mtge	Aaa	AAA	NR	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	1999
VCL 3	VCL 3 B Mtge	A2	A+	NR	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	1999
VCL 4	VCL 4 A Mtge	Aaa	AAA	NR	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2001
VCL 4	VCL 4 B Mtge	A1	A+	NR	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2001
VCL 5	VCL 5 A Mtge	Aaa	AAA	NR	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2002
VCL 5	VCL 5 B Mtge	A1	AA	NR	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2002
VCL 6	VCL 6 A Mtge	Aaa	AAA	NR	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2003
VCL 6	VCL 6 B Mtge	A1	A+	NR	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2003
VCL 7	VCL 7 A Mtge	Aaa	AAA	AAA	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2004
VCL 7	VCL 7 B Mtge	A1	A+	A+	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2004
VCL 8	VCL 8 A Mtge	Aaa	AAA	AAA	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2006
VCL 8	VCL 8 B Mtge	A1	A+	A+	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2006
VCL 9	VCL 9 A Mtge	Aaa	AAA	AAA	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2007
VCL 9	VCL 9 B Mtge	A1	A+	A+	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2007
VCL 10	VCL 10 A Mtge	Aaa	AAA	AAA	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2007
VCL 10	VCL 10 B Mtge	A1	A+	A+	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2007
VCL 11	VCL 11 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2009
VCL 11	VCL 11 B Mtge	NR	A+	A+	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2009
VCL 12	VCL 12 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2010
VCL 12	VCL 12 B Mtge	NR	A+	A+	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2010
VCL 13	VCL 13 A Mtge	Aaa	AAA	NR	AAA	Aaa	AAA	NR	AAA	2011
VCL 13	VCL 13 B Mtge	A1	A+	NR	AH	A1	A+/+	NR	AA	2011
VCL 14	VCL 14 A Mtge	Aaa	AAA	NR	AAA	Aaa	AAA	NR	AAA	2011
VCL 14	VCL 14 B Mtge	A1	A+	NR	AH	A1	A+/+	NR	AH	2011
VCL 15	VCL 15 A Mtge	Aaa	AAA	NR	AAA	Aaa	AAA	NR	AAA	2012
VCL 15	VCL 15 B Mtge	A1	A+	NR	AH	A1	A+	NR	AH	2012
VCL 16	VCL 16 A Mtge	Aaa	NR	AAA	AAA	Aaa	NR	AAA	AAA	2012
VCL 16	VCL 16 B Mtge	A1	NR	A+	AH	A1	NR	A+	AH	2012
VCLPR 2008-1	VCLPR 2008-1 A Mtge	Aaa	AAA	NR	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2008
VCLPR 2008-1	VCLPR 2008-1 B Mtge	A1	A+	NR	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2008
VCLPR 2009-1	VCLPR 2009-1 A Mtge	NR	AAA	NR	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2009
VCLPR 2009-1	VCLPR 2009-1 B Mtge	NR	A+	NR	NR	paid off	paid off	paid off	paid off	2009
VCLPR 2009-2	VCLPR 2009-2 A Mtge	NR	AAA	NR	AAA	paid off	paid off	paid off	paid off	2009
VCLPR 2009-2	VCLPR 2009-2 B Mtge	NR	A+	NR	AA	paid off	paid off	paid off	paid off	2009
VCLPR 2009-3	VCLPR 2009-3 A Mtge	NR	AAA	NR	AAA	paid off	paid off	paid off	paid off	2009
VCLPR 2009-3	VCLPR 2009-3 B Mtge	NR	A+	NR	AA	paid off	paid off	paid off	paid off	2009
VCLM 2010-1	VCLM 2010-1 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2010
VCLM 2010-1C2	VCLM 2010-1C2 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2010
VCLM 2010-2	VCLM 2010-2 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2010
VCLM 2010-2C2	VCLM 2010-2C2 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2010
VCLM 2010-3	VCLM 2010-3 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2010
VCLM 2010-3C2	VCLM 2010-3C2 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2010
VCLM 2010-4	VCLM 2010-4 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2010
VCLM 2010-4C2	VCLM 2010-4C2 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2010
VCLM 2011-1	VCLM 2011-1 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2011
VCLM 2011-2	VCLM 2011-2 Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2011
VCLM 2012-1	VCLM 2012-1 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2012
VCLM 2012-2	VCLM 2012-2 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2012
VCLM 2012-3	VCLM 2012-3 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2012
VCLM 2012-4	VCLM 2012-4 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2012
VCLM 2013-1	VCLM 2013-1 A Mtge	NR	AAA	AAA	NR	NR	AAA	AAA	NR	2013
VCLM 2013-1C2	VCLM 2013-1C2 A Mtge	NR	AAA	NR	NR	NR	AAA	NR	NR	2013
VCL 17	VCL 17 A Mtge	Aaa	AAA	NR	AAA	Aaa	AAA	NR	AAA	2013
VCL 17	VCL 17 B Mtge	A1	A+	NR	AH	A1	A+	NR	AH	2013

Quelle: Bloomberg, Anm.: Upgrades ausstehender Transaktionen gelb markiert

ZUSAMMENFASSENDE BEURTEILUNG

Mit der „VCL 18“ wird aktuell die jüngste Transaktion einer Auto-ABS aus dem Hause Volkswagen an den Markt gebracht. Als Teil von Volkswagen Financial Services kann die Volkswagen Leasing GmbH (VW Leasing) als Originatorin und Servicer von „VCL 18“ auf eine umfassende und langjährige Expertise in der Finanzierung von Kraftfahrzeugen, aber auch in der Verbriefung zurückgreifen. Spezielle Teams für ABS-Structuring und ABS-Operations sind für die Strukturierung und die laufende Betreuung der Transaktionen verantwortlich. Die umfangreichen Investor Reports der VCL-Serie sind von Fitch mit der Bestnote (fünf Sterne) ausgezeichnet worden.

Die VCL-Transaktionen weisen historisch hinsichtlich der Ratingentwicklung sowie auch der Entwicklung des Forderungsbestandes eine gute Performance auf. Dies spiegelt sich auch in der bisherigen ausnahmslos guten Entwicklung aller Vorgänger-Transaktionen wider.

Das Portfolio der „VCL 18“ weist eine gute regionale und branchenmäßige Diversifizierung auf. Positiv ist auch, dass keine rückständigen Forderungen im Pool enthalten sind. Ferner bestehen keine Restwertrisiken und auch keine Ballonrisiken.

Die Transaktion sieht eine „quasi pro rata“ Rückzahlung vor. Klasse B und das nachrangige Darlehen beginnen zu amortisieren, sobald eine entsprechende Zielüberbesicherung von Klasse A beziehungsweise von Klasse B erreicht ist. Ein Trigger, der am kumulierten Verlust ansetzt, führt bei zu schwacher Performance zu einer Erhöhung des Credit Enhancements oder sogar zu einer irreversiblen sequentiellen Rückzahlung der Anleihe.

Der Mix aus erfahrener Originator/Servicer, guter Portfolioqualität und ausschließlich aus Deutschland stammenden Forderungen sorgt für ein sehr begrenztes Risiko dieser Transaktion. Hinzu kommt, dass die Anleihen in beiden Klassen eine kurze WAL aufweisen. Damit ist „VCL 18“ ein solides ABS-Basisinvestment.

Als marktgängige Assetklasse weisen Auto-ABS im Primärmarkt bereits sehr enge Spreads auf. Auch am Sekundärmarkt verfügen sie über eine vergleichsweise hohe Liquidität. Der Spread-Talk für die „VCL 18“ Transaktion hat noch nicht begonnen. Am Sekundärmarkt handeln ältere Driver- und VCL-Transaktionen mit WAL um ein Jahr aktuell indikativ knapp unter 30 Basispunkten. Wir erwarten indikativ für die Klasse A der „VCL 18“ einen Spread in Höhe von 25 bis 30 Basispunkten.

Die stabile und diversifizierte Investorenbasis, die Volkswagen durch seine zahlreichen Emissionen über viele Jahre aufgebaut hat, sollte nicht nur für eine gute Annahme der Emission am Primärmarkt sorgen. Da die TSI-Zertifizierung auch eine Market-Making-Verpflichtung sowie hohen Reportinganforderungen beinhaltet, gehen wir ebenfalls von einer guten Sekundärmarktliquidität aus.

VW Leasing bzw. VW Financial Services als sehr erfahrener Originator/Servicer

Gute historische Performance

Alle Darlehen sind zu Beginn „current“

Triggergesteuerte „quasi pro rata“ Amortisation

Solides ABS-Basisinvestment

Erwartetes Pricing

Gute Marktakzeptanz erwartet

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, Dr. Cornelius Riese (stv.), 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 2013
Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGESEHENER AKTUALISIERUNGEN

AKTIENANALYSEN

Die DZ BANK führt eine Liste der Unternehmen, für die unternehmensbezogene Finanzanalysen ("Masterliste") veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Unternehmens ist in der Regel die Zugehörigkeit zu einem nationalen oder internationalen Index. Zusätzlich werden – insbesondere in Deutschland – ausgewählte Unternehmen aus dem Mid- und Small-Cap-Segment berücksichtigt. Hierbei liegt es allein im Ermessen der DZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Unternehmen auf der Masterliste vorzunehmen.

Die Masterliste mit einem aktuellen Kurzkomentar pro Unternehmen wird grundsätzlich wöchentlich erstellt. Zu allen Unternehmen auf der Masterliste werden kursrelevante Ereignisse kommentiert. Ob und warum solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Darüber hinaus werden für Werte auf der Masterliste umfangreiche Analysen verfasst. Für welche Unternehmen solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf der Masterliste aufgeführte Unternehmen die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

BONDANALYSEN, DAS HEISST ANALYSEN ZU UNTERNEHMEN

Die DZ BANK führt Listen der Emittenten, die Anleihen begeben und für die Empfehlungen veröffentlicht werden. Kriterium für die Aufnahme oder Streichung eines Emittenten sind primär die Handelbarkeit und Marktliquidität von Anleihen dieses Emittenten sowie Kundenbedarfe und die Strategie der DZ BANK. Hierbei liegt es allein im Ermessen der DZ BANK, jederzeit die Aufnahme oder Streichung von Emittenten auf den Listen vorzunehmen.

Feste, für alle Emittenten geltende Zeitpunkte zur Aktualisierung der Analysen gibt es nicht. Für die auf den Listen stehenden Unternehmen erstellt die DZ BANK wenigstens jährlich eine Einschätzung. Außerdem werden bei Bedarf Kommentierungen erstellt. Ob und warum solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK. Darüber hinaus werden für Emittenten auf den Listen umfangreiche Analysen verfasst. Für welche Unternehmen solche Veröffentlichungen vorgenommen werden, liegt allein im Ermessen der DZ BANK.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne auf den Listen aufgeführten Emittenten die Veröffentlichung von Finanzanalysen ohne Vorankündigung gesperrt wird.

DERIVATE, ROHSTOFFE UND ASSET ALLOCATION

Die DZ BANK hat keine festen Zeitpunkte zur Aktualisierung der Analysen von derivativen Finanzinstrumenten und Rohstoffen sowie zur Aktualisierung der Asset Allocation.

Kriterium für die Analyse von Rohstoffen sind unter anderem die Handelbarkeit und Marktliquidität. Für derivative Finanzinstrumente sind dies das passende Marktumfeld und die erwartete Entwicklung des Basiswertes. Bei der Asset Allocation stellen die Entwicklung der betrachteten Marktsegmente sowie deren Interaktion Kriterien dar.

Es liegt ausschließlich im Ermessen der DZ BANK, neue derivative Finanzinstrumente oder Rohstoffe zu beobachten oder die Beobachtung von derivativen Finanzinstrumenten oder Rohstoffen einzustellen. Ebenfalls im Ermessen der DZ

BANK liegt die Einbeziehung oder Herausnahme von Marktsegmenten in der Asset Allocation.

Ob und in welchem Umfang die DZ BANK im Rahmen der Analyse von derivativen Finanzinstrumenten und Rohstoffen oder im Rahmen der Asset Allocation Analysen verfasst, liegt allein im Ermessen der DZ BANK.

Zur Einhaltung der Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes kann es jederzeit vorkommen, dass für einzelne Emittenten und/oder Finanzinstrumente die Beobachtung ohne Vorankündigung gesperrt wird.

Kursangaben werden Datastream und Bloomberg auf Basis der angegebenen Datastream- bzw. Bloomberg-Kürzel entnommen. Es handelt sich um aktuelle Kurse gemäß Datastream- bzw. Bloomberg-Systematik.

ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 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 geocvert 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, 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 oder werden im Auftrag der DZ BANK tätig.

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 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 auszu-

schließen. Im Anwendungsbereich der in England geltenden Rechtsvorschriften geht diese Ziffer 3 b) den Bestimmungen zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1d) vor.

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

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

b) Die DZ BANK ist ebenfalls berechtigt, während des Analysezeitraums eine andere Studie über das Unternehmen zu veröffentlichen, in der kein Fair Value-Wert / Kursziel angegeben wird, sondern Bewertungsprobleme erörtert werden. Die angegebenen

Fair Value-Werte / Kursziele sollten im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten Studien und Entwicklungen, welche sich auf das Unternehmen sowie die Branche und Finanzmärkte, in denen das Unternehmen tätig ist, beziehen, betrachtet werden.

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

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

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

FIXED INCOME RESEARCH: VERÄNDERTE ANLAGEURTEILE DER LETZTEN 12 MONATE

ABN AMRO Bank	05.06.2013	Underperformer	Iberdrola	14.09.2012	Outperformer	Telecom Italia	20.06.2013	Marketperformer
ABN AMRO Bank	27.02.2013	Outperformer	Intesa Sanpaolo	05.06.2013	Outperformer	Telecom Italia	26.02.2013	Underperformer
ABN AMRO Bank	12.09.2012	Underperformer	Intesa Sanpaolo	27.02.2013	Underperformer	Telecom Italia	11.12.2012	Marketperformer
Aareal Bank	05.06.2013	Underperformer	Intesa Sanpaolo	09.01.2013	Outperformer	Telecom Italia	14.09.2012	Marketperformer
Aareal Bank	27.02.2013	Outperformer	Intesa Sanpaolo	10.12.2012	Marketperformer	Telefónica	25.06.2013	Outperformer
Allied Irish Banks	05.06.2013	Outperformer	Intesa Sanpaolo	12.09.2012	Outperformer	Telefónica	26.02.2013	Marketperformer
Allied Irish Banks	27.02.2013	Marketperformer	JP Morgan Chase & Co	05.06.2013	Underperformer	Telefónica	14.09.2012	Outperformer
Allied Irish Banks	12.09.2012	Outperformer	JP Morgan Chase & Co	27.02.2013	Outperformer	UBS	05.06.2013	Marketperformer
BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL SA	05.06.2013	Underperformer	JP Morgan Chase & Co	12.09.2012	Underperformer	UBS	27.02.2013	Outperformer
BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL SA	27.02.2013	Outperformer	K+S	21.05.2013	Marketperformer	UBS	12.09.2012	Underperformer
BBVA	05.06.2013	Outperformer	KINGDOM OF BELGIUM	06.06.2013	Marketperformer	UNITED MEXICAN STATES	13.12.2012	Outperformer
BBVA	27.02.2013	Underperformer	KINGDOM OF BELGIUM	26.02.2013	Outperformer	Unicredit	05.06.2013	Outperformer
BBVA	12.09.2012	Outperformer	KINGDOM OF BELGIUM	10.01.2013	Marketperformer	Unicredit	27.02.2013	Underperformer
BNP Paribas	05.06.2013	Underperformer	KINGDOM OF BELGIUM	12.09.2012	Outperformer	Unicredit	09.01.2013	Outperformer
BNP Paribas	27.02.2013	Marketperformer	KINGDOM OF SPAIN	03.09.2012	Marketperformer	Unicredit	10.12.2012	Marketperformer
BNP Paribas	12.09.2012	Underperformer	KINGDOM OF SPAIN	06.06.2013	Marketperformer	Unicredit	12.09.2012	Outperformer
Banca Monte dei Paschi di Siena	05.06.2013	Outperformer	KINGDOM OF SPAIN	26.02.2013	Underperformer	Veolia Environnement	27.05.2013	n.a.
Banca Monte dei Paschi di Siena	27.02.2013	Underperformer	KINGDOM OF SPAIN	12.09.2012	Outperformer	Veolia Environnement	02.08.2012	Underperformer
Banca Monte dei Paschi di Siena	09.01.2013	Outperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	03.09.2012	Marketperformer	Vodafone	31.07.2013	Marketperformer
Banca Monte dei Paschi di Siena	10.12.2012	Marketperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	06.06.2013	Underperformer	Vodafone	22.05.2013	Underperformer
Banca Monte dei Paschi di Siena	12.09.2012	Outperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	26.02.2013	Outperformer			
Banco Comercial Portugues	31.07.2013	Outperformer	KONINKLIJKE KPN	12.09.2012	Underperformer			
Banco Comercial Portugues	04.07.2013	Marketperformer	KONINKLIJKE KPN	05.02.2013	Outperformer			
Banco Comercial Portugues	05.06.2013	Outperformer	Landesbank Baden-Württemberg	24.10.2012	Underperformer			
Banco Comercial Portugues	27.02.2013	Underperformer	Landesbank Baden-Württemberg	05.06.2013	Underperformer			
Banco Comercial Portugues	12.09.2012	Outperformer	Landesbank Baden-Württemberg	27.02.2013	Outperformer			
Banco Espirito Santo	30.07.2013	Outperformer	Landesbank Baden-Württemberg	12.09.2012	Underperformer			
Banco Espirito Santo	04.07.2013	Marketperformer	Lanxess	07.08.2012	Marketperformer			
Banco Espirito Santo	05.06.2013	Outperformer	Lloyds Banking Group	30.04.2013	Outperformer			
Banco Espirito Santo	27.02.2013	Underperformer	Lloyds Banking Group	27.02.2013	Underperformer			
Banco Espirito Santo	12.09.2012	Outperformer	Lloyds Banking Group	01.11.2012	Outperformer			
Banco Popular España	14.06.2013	Underperformer	Mediobanca	05.06.2013	Outperformer			
Banco Popular España	05.06.2013	Outperformer	Mediobanca	26.02.2013	Underperformer			
Banco Popular España	27.02.2013	Underperformer	Mediobanca	09.01.2013	Outperformer			
Banco Popular España	12.09.2012	Outperformer	Mediobanca	10.12.2012	Marketperformer			
Banco Santander	05.06.2013	Outperformer	Mediobanca	12.09.2012	Outperformer			
Banco Santander	27.02.2013	Underperformer	NORD/LB	24.04.2013	Marketperformer			
Banco Santander	12.09.2012	Outperformer	NORD/LB	27.02.2013	Outperformer			
Bank of Ireland	05.06.2013	Outperformer	NORD/LB	12.09.2012	Underperformer			
Bank of Ireland	27.02.2013	Marketperformer	Nordea	05.06.2013	Underperformer			
Bank of Ireland	12.09.2012	Outperformer	Nordea	27.02.2013	Outperformer			
Bardays Bank	05.06.2013	Underperformer	Nordea	12.09.2012	Underperformer			
Bardays Bank	27.02.2013	Marketperformer	Orange	21.02.2013	Marketperformer			
Bayerische Landesbank	05.06.2013	Underperformer	Orange	29.10.2012	Underperformer			
Bayerische Landesbank	27.02.2013	Outperformer	POHJOLA BANK PLC	05.06.2013	Underperformer			
Bayerische Landesbank	12.09.2012	Underperformer	POHJOLA BANK PLC	27.02.2013	Outperformer			
Bayerische Landesbank	12.09.2012	Underperformer	POHJOLA BANK PLC	12.09.2012	Underperformer			
CZECH REPUBLIC	22.03.2013	Underperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	06.06.2013	Outperformer			
CZECH REPUBLIC	13.12.2012	Marketperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	26.02.2013	Marketperformer			
CZECH REPUBLIC	07.09.2012	Outperformer	Portugal Telecom	14.03.2013	Marketperformer			
Carrefour	11.03.2013	Outperformer	Portugal Telecom	14.09.2012	Outperformer			
Credit Suisse	22.10.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	06.06.2013	Underperformer			
Credit Suisse	05.06.2013	Marketperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	26.02.2013	Outperformer			
Credit Suisse	27.02.2013	Outperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	12.09.2012	Underperformer			
Credit Suisse	12.09.2012	Underperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	03.09.2012	Marketperformer			
Crédit Agricole	05.06.2013	Underperformer	REPUBLIC OF FINLAND	06.06.2013	Marketperformer			
Crédit Agricole	09.11.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF FINLAND	26.02.2013	Outperformer			
Crédit Agricole	12.09.2012	Outperformer	REPUBLIC OF FINLAND	12.09.2012	Underperformer			
Crédit Agricole	10.08.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF FINLAND	03.09.2012	Marketperformer			
Crédit Mutuel Arkéa	05.06.2013	Underperformer	REPUBLIC OF HUNGARY	13.12.2012	Underperformer			
Crédit Mutuel Arkéa	27.02.2013	Outperformer	REPUBLIC OF ITALY	06.06.2013	Outperformer			
DNB Bank Group	05.06.2013	Underperformer	REPUBLIC OF ITALY	22.04.2013	Marketperformer			
DNB Bank Group	27.02.2013	Outperformer	REPUBLIC OF ITALY	26.02.2013	Underperformer			
DNB Bank Group	12.09.2012	Underperformer	REPUBLIC OF ITALY	21.01.2013	Outperformer			
Deutsche Bank	05.06.2013	Marketperformer	REPUBLIC OF ITALY	10.12.2012	Marketperformer			
Deutsche Bank	27.02.2013	Outperformer	REPUBLIC OF ITALY	12.09.2012	Outperformer			
Deutsche Bank	12.09.2012	Underperformer	REPUBLIC OF ITALY	03.09.2012	Marketperformer			
Deutsche Pfandbriefbank	22.08.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF POLAND	07.09.2012	Marketperformer			
Deutsche Post	26.04.2013	Marketperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	22.03.2013	Marketperformer			
Deutsche Post	12.11.2012	Underperformer	RUSSIAN FEDERATION	13.12.2012	Outperformer			
Dexia	05.06.2013	Outperformer	RUSSIAN FEDERATION	07.09.2012	Marketperformer			
Dexia	27.02.2013	Underperformer	Rabobank	05.06.2013	Underperformer			
Dexia	12.09.2012	Outperformer	Rabobank	27.02.2013	Outperformer			
Enel	31.05.2013	Marketperformer	Rabobank	12.09.2012	Underperformer			
Enel	26.02.2013	Underperformer	Royal Bank of Scotland	07.05.2013	Marketperformer			
Enel	14.09.2012	Marketperformer	Royal Bank of Scotland	27.02.2013	Underperformer			
Evonik Industries	28.05.2013	Marketperformer	Royal Bank of Scotland	02.11.2012	Outperformer			
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	06.06.2013	Underperformer	SAP	03.07.2013	Outperformer			
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	26.02.2013	Outperformer	SEB	05.06.2013	Underperformer			
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	12.09.2012	Underperformer	SEB	27.02.2013	Outperformer			
FEDERATIVE REPUBLIC OF BRAZIL	22.03.2013	Outperformer	SEB	12.09.2012	Underperformer			
FRENCH REPUBLIC	03.09.2012	Marketperformer	SNS BANK NV	05.06.2013	Marketperformer			
GEA Group	26.03.2013	Marketperformer	SNS BANK NV	01.02.2013	Outperformer			
HELLENIC REPUBLIC	10.01.2013	Marketperformer	Siemens	07.05.2013	Outperformer			
HSBC Holdings	05.06.2013	Underperformer	Société Générale	05.06.2013	Underperformer			
HSBC Holdings	27.02.2013	Outperformer	Société Générale	08.11.2012	Marketperformer			
HSBC Holdings	12.09.2012	Underperformer	Société Générale	12.09.2012	Outperformer			
HSH Nordbank	03.09.2012	Underperformer	Svenska Handelsbanken	05.06.2013	Underperformer			
ING BANK NV	12.09.2012	Marketperformer	Svenska Handelsbanken	27.02.2013	Outperformer			
Iberdrola	26.02.2013	Marketperformer	Svenska Handelsbanken	12.09.2012	Underperformer			

VERANTWORTLICH

Oliver Piquardt, CFA, FRM	Leiter Credit Financials and Structured Credits	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 33 72	oliver.piquardt@dzbank.de
---------------------------	---	------------------------------	---------------------------

AUTOR(EN) UND ERSTELLER

Ann-Kristin Möglich	Analyst ABS & Structured Credits	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 18	ann-kristin.moeglich@dzbank.de
Ralf Raebel, EMBA / CIAA	Analyst ABS & Structured Credits	+49 – (0)69 – 74 47 – 14 08	ralf.raebel@dzbank.de
Andreas Gruhl		+49 – (0)69 – 74 47 – 90 67 2	andreas.gruhl@dzbank.de

ANSPRECHPARTNER

Kapitalmärkte Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Vertrieb Finanzinstitutionen	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Vertrieb Inland Banken	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Gruppenleiter Vertrieb Europa Banken	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Inland/ Europa Institutionelle	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Asien Institutionelle	+ 8 52 – 2 86 43 – 3 18	N.N.
	Vertrieb Asien Institutionelle Singapore	+ 65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
	Vertrieb Asien Institutionelle Hong Kong	+ 8 52 – 2 86 43 – 1 82	Li Zhi Ming
	Gruppenleiter Vertrieb Zentralbanken	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 99 39 9	Pavel Jansta
VRB Eigengeschäft Vertrieb	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Gruppenleiter Vertrieb Nord/Ost	+ 49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Gruppenleiter Vertrieb Bayern	+ 49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Gruppenleiter Vertrieb Mitte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
	Gruppenleiter Zentraler Vertrieb	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
Firmenkunden	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Geldmarkt- und Wertpapieranlagen	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 18 50	Hans-J. Gretscher
	Gruppenleiter Kundenhandel/ Services Zins und FX	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 43 54	Klaus Langer
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins und FX	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und FX	+ 49 – (0)69 – 7447 – 44 26	Evelyne Thiessen
VRB Eigengeschäft Consulting	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
Emittenten	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 49 97	Arnold Fohler
	Gruppenleiter Emittenten Inland	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 48 00	Jörg Müller
	Gruppenleiter Emittenten Ausland	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai-Henning Poerschke
	Gruppenleiterin Emittenten Unternehmen	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
Treasury	Gruppenleiter Liquidität Verbund	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	Marianne Höhler
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+ 49 – (0)69 – 7447 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de
	AKZENT Invest Produkte	+ 49 – (0)69 – 7447 – 9 20 00	zertifikate@akzent-invest.de