

# ABS & STRUCTURED CREDITS

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Asset Backed Watcher

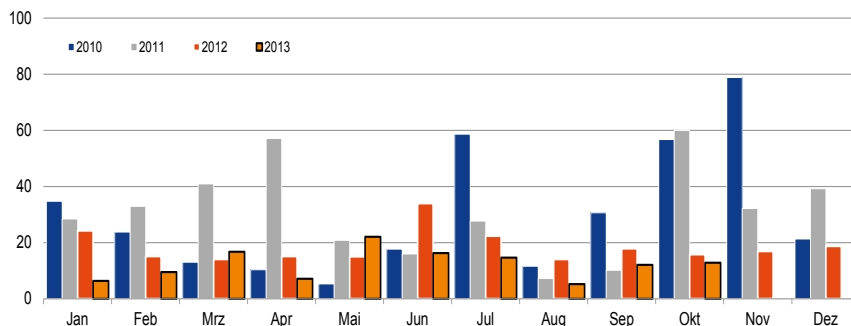
### Top story: „Sovereign risk und country ceiling – ein Update“

» Am 14. Oktober 2013 veröffentlichte die Ratingagentur S&P neue Vorschläge zur Ratingmethodik von Structured Finance (SF)-Produkten. Konkret geht es hierbei um die Anpassung der Ratingkriterien für die Vergabe eines SF-Ratings aus einer Jurisdiktion oberhalb des betreffenden Staatsratings. Nachfolgend legen wir die geplanten Änderungen dar, deren (massive) Implikationen auf bereits bestehende Ratings sowie einen Vergleich mit den korrespondierenden aktuellen SF-Ratingregelungen bei Moody's und Fitch.

### Primär- und Sekundärmarkt

- » Der Neuemissionsmarkt läuft weiter auf Hochtouren. Viele Originatoren versuchen das positive Umfeld zum Jahresende noch zu nutzen, um ihre Transaktionen bei Investoren zu platzieren. Weiterhin werden viele Auto ABS vermarktet. Ferner stehen auch EU CLOs bei den Investoren hoch in der Gunst.
- » Das Sekundärmarktgeschehen war von zahlreichen Bidlisten geprägt, auf denen Bonds diverser Assetklassen und verschiedene Tranchen vor allem aus ES, PT und auch GR RMBS gezeigt wurden. Die Jagd nach Rendite geht weiter. Investoren wagen sich dabei mehr an Peripherie-Anleihen und auch tiefer in die Kapitalstruktur, um ihre Zielrenditen zu erreichen.

EMISSIONSVOLUMEN DES EUROPÄISCHEN STRUCTURED FINANCE MARKTES



Quelle: DZ BANK

## ANLEIHEN

Ausgabe 11  
8.11.2013

## INHALT

<b>SOVEREIGN RISK UND COUNTRY CEILING – EIN UPDATE</b>	<b>2</b>
Gründe für die Änderungen	2
Neue Struktur der SF-Ratingvergabe oberhalb des Staatsratings	2
Massive Auswirkungen auf bereits bestehende SF-Ratings	6
RFC-Reichweite erfasst auch Covered Bond-Ratinguniversum von S&P	7
Vergleich mit anderen Ratingagenturen	7
<b>ITRAXX IM ÜBERBLICK</b>	<b>9</b>
<b>ABS MARKT IM OKTOBER(1)</b>	<b>10</b>
<b>ABS MARKT IM OKTOBER(2)</b>	<b>11</b>
<b>ABS MARKT IM OKTOBER (3)</b>	<b>12</b>
<b>NEUEMISSIONEN IM OKTOBER</b>	<b>13</b>
<b>ABS</b>	<b>14</b>
<b>RMBS &amp; CMBS</b>	<b>16</b>
<b>CDO</b>	<b>18</b>
<b>AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN IM OKTOBER</b>	<b>19</b>
<b>IMPRESSUM</b>	<b>24</b>

## SOVEREIGN RISK UND COUNTRY CEILING – EIN UPDATE

Am 14. Oktober 2013 veröffentlichte die Ratingagentur S&P in ihrer Publikation „Request for comment: Methodology and assumptions for ratings above the sovereign – single jurisdiction structured finance“ neue Vorschläge zur Ratingmethodik von Structured Finance (SF)-Produkten. Konkret geht es hierbei um die Anpassung der Ratingkriterien für die Vergabe eines SF-Ratings aus einer Jurisdiktion oberhalb des betreffenden Staatsratings. Hierbei soll im Vergleich zu den bisherigen „European Monetary Union“ (EMU)-Kriterien unter anderem eine Absenkung des „Uplifts“ (Ratinganhebung) über dem jeweiligen Staatsrating von ursprünglich 6 Notches auf nunmehr 4 Notches bei (den meisten) Verbriefungen vorgenommen werden. Darüber hinaus beinhalten die vorgeschlagenen Änderungen auch neue Erfordernisse an die Kreditbesicherung („Credit Enhancement“) einer Transaktion. Eine Kommentierung der Vorschläge kann bis zum 14. November 2013 eingereicht werden. Nachfolgend legen wir die geplanten Änderungen dar, deren (massive) Implikationen auf bereits bestehende Ratings sowie einen Vergleich mit den korrespondierenden aktuellen SF-Ratingregelungen bei Moody's und Fitch.

### Gründe für die Änderungen

Mit den „Lehren“ aus der Eurokrise, speziell den Geschehnissen in Griechenland und Zypern, begründet S&P unter anderem die Änderungen bzw. die Adaption der Ratingkriterien an die beobachtete Realität. Es ist angedacht, einige Änderungen in Bezug auf die EMU-Kriterien einzuführen, da S&P nun von einer größeren Sensitivität einzelner Sektoren im Hinblick auf das Länderrisiko ausgeht als ursprünglich angenommen. Dies gilt insbesondere in Bezug auf SPVs, die in Währungsunionenländern angesiedelt sind. Darüber hinaus führt die Ratingagentur an, größere Tail-Risiken im Falle von Ländern, die unter massiven ökonomischen Verwerfungen bis hin zum Default „leiden“, beobachtet zu haben, die bislang nicht in den jeweiligen Stressszenarien berücksichtigt worden sind. Zudem wird geplant die Änderungen in einem „globalen Rahmenwerk“ festzulegen, welches in vielerlei Hinsicht mit den bereits veröffentlichten geplanten Rahmenwerken für „Corporate“ und „Non-Sovereign“-Ratings übereinstimmen wird. Der neue Vorschlag soll dazu dienen, zusätzliche Übersichtlichkeit und Vergleichbarkeit von SF-Ratings oberhalb des Staatsratings auf globaler Ebene zu schaffen. Betroffen von den Anpassungen sind alle SF-Ratings, die an Verbriefungen mit Collateral aus einer einzigen Jurisdiktion vergeben werden bzw. bereits wurden. Aber auch Single- und Multi-Family-Housing Transaktionen aus öffentlicher Hand sowie „municipal (US-Kommunalobligationen) pools“ sollen den Änderungen unterliegen.

### Neue Struktur der SF-Ratingvergabe oberhalb des Staatsratings

Um ein finales Rating für eine SF-Transaktion über dem Rating des betroffenen Staates zu bestimmen, gilt es, mehrere Hierarchiestufen zu durchlaufen. Im ersten Schritt ist zu überprüfen, ob die Transaktion mit direkten Staatsverpflichtungen (Schuldtitel oder Garantien) einhergeht. Sollte dies der Fall sein, weist das Rating der Transaktion eine (direkte) Verbindung zu dem jeweiligen Staatsrating auf. Nach unserem Verständnis würden demnach schon im ersten Schritt z.B. US-amerikanische Student Loan ABS oder auch SME ABS aus dem weiteren SF-Ratingprozedere „ausgemustert“, da hier die Bonität im Wesentlichen bestimmt wird

**Request for Comment (RFC):  
Absenkung des Sovereign-Uplifts  
und neue Kreditbesicherungserfordernisse**

**Globales Rahmenwerk ersetzt EMU-Kriterien und Einzelfallregelungen**

**Staatsbezug der Transaktion als erstes Differenzierungsmerkmal**

durch Garantien des U.S. Department of Education im Rahmen des „Federal Family Education Loan Program“ (FFELP) bzw. der Small Business Administration. In analoger Weise würde dies beispielsweise (nur) auf die Senior-Tranchen spanischer SME CLOs zutreffen, die über eine Garantie des Königreichs Spanien verfügen. Im Wortlaut des RFC-Papiers ist hier zwar nur von einem „schwachen“ Staatsbezug („weak-linked“) die Rede, de facto dürfte dieser aber für die Bonität der betreffenden Transaktionen bzw. Tranchen substantiell sein.

Wenn keine direkte Staatsverbindung vorliegt, erfolgt ein SF-Ratingprozess in mehreren Stufen. Die Ausgangsbasis bildet für S&P hierbei das „Foreign Currency Rating“ (FCC) des Staates. Je nach Niveau des Staatsratings werden unterschiedliche Rating-Uplifts in Betracht gezogen. Unterschieden wird hierbei in drei Kategorien: „Staatsrating im Bereich AA oder höher“, „Staatsrating unterhalb von AA-“ und „Staatsrating zwischen B- und D“ (vgl. Abbildung auf Seite 5).

Nach der Aufspaltung in die unterschiedlichen Staats-Ratingkategorien wird anschließend die Zugehörigkeit des Portfolios der zu ratenden SF-Transaktion zu einer bestimmten Assetklasse näher in Augenschein genommen. Generell hängt die Entscheidung, um wie viele Ratingstufen eine Transaktion über dem Staatsratings liegen kann, von der Sensitivität einer Assetklasse gegenüber dem Länderrisiko ab. Als Länderrisiko definiert S&P ökonomische, institutionelle, Finanzmarkt-technische und juristische Risiken, die durch Geschäftstätigkeiten in bzw. mit einem bestimmten Land entstehen können. Zu den Assetklassen mit einer „moderaten“ Sensitivität zählen im SF-Universum (grundsätzlich) unter anderem ABS, CMBS, RMBS sowie CLO/CBOs. Als „hoch sensitive“ Assetklassen werden hingegen Verbriefungen eingestuft, deren Portfolien durch Vermögenswerte aus dem öffentlichen Sektor sowie durch „staatliches Exposure“ bzw. Banken-/Versicherungs-Exposure besichert sind. Die Ratingobergrenze bei Transaktionen mit moderater Sensitivität liegt i.d.R. bei 4 Notches oberhalb des Staatsratings. Sollte eine solche Dealstruktur jedoch besondere Vorgaben (ausreichend robuste Performance bzw. strukturelle Charakteristika) erfüllen, ist auch ein SF-Rating von bis zu 6 Ratingstufen über dem Staatsrating möglich.

Aus unserer Sicht sollte der Begriff des „staatlichen Exposures“ hinsichtlich der Sensitivität weiter gefasst werden als nur auf „Vermögenswerte mit Staatsbezug“ („government assets“). Wir denken hierbei insbesondere an US-Verbriefungen bei denen z.B. US-Behörden Haupt- oder ausschließlicher Mieter von Bürogebäuden einer CMBS-Struktur sind oder auch an Aircraft-/Lease ABS bei denen das US-Militär alleiniger oder mehrheitlicher Leasingnehmer ist. Die Grenzen zwischen staatlicher Sensitivität gemäß Stufe 3 und Staatsbezug gemäß Level 1 sind hier u.E. „fließend“, vor allem wenn ausschließlich staatliche Einrichtungen verpflichtet sind. Ob ein qualitativer (juristischer) Unterschied zwischen der Verpflichtung zur Zahlung auf Schuldtitel oder Garantien gemäß Stufe 1 und der vertraglichen Verpflichtung zur Zahlung von Miet-/Leasingraten auf Stufe 3 besteht – insbesondere im „Shut-down-Modus“ – können wir nur bedingt beurteilen, ökonomisch erscheinen uns beide Ansprüche gleichwertig.

Die Sensitivität gegenüber dem Staatsrisiko wird in Form von Stresstest überprüft. Sollte das Staatsrating allerdings im oberen Ratingbereich liegen (AA oder höher) ist kein Stresstest erforderlich. Je nachdem ob es sich um eine SF-Assetklasse mit

### **Dreiteilung des Ratingprozess je nach Staatsratingniveau**

**SF-Rating hängt sowohl von dem Niveau des Staatsratings als auch von der Sensitivität gegenüber dem Länderrisiko ab**

**Weite Auslegung für "staatliches Exposure" im Ratingprozess**

**Rating Uplift bei einem Staatsrating im Bereich AA oder höher**

moderater oder hoher Sensitivität handelt, ist bei Erstem dann ein maximaler „Rating Uplift“ bis AAA und bei Letztem um bis zu 2 Notches möglich.

Laut S&P sollten Wertpapiere mit besserem Rating als der Staat ihren Verpflichtungen besser nachkommen können und eine merkliche Wahrscheinlichkeit aufweisen, dass das jeweilige Papier im Falle eines „sovereign foreign currency default“ nicht ausfällt. Wird dementsprechend ein Rating oberhalb des Staatsratings in Betracht gezogen, wird in dem aktuellen Entwurf vorgeschlagen, die Transaktion einem hypothetischen „sovereign foreign currency default“-Stressszenario zu unterziehen, falls das Staatsrating bei A+ oder niedriger liegt. Ein solches Stressszenario beinhaltet unter anderem eine Kredit- und eine Cash Flow-Analyse.

Der Staatsbankrott wird im Stressszenario mit starken makroökonomischen Verwerfungen simuliert. Hierbei unterscheidet S&P ein „ernsthaftes“ („severe“) und ein „extremes“ Stressniveau, welche mit konkret definierten Parameterwerten bzw. – verläufen definiert und unterlegt werden. So beschreibt ein extremes Stressszenario (entsprechend einem AAA-Stressszenario) die Entwicklungen in den USA während der Großen Depression. Dies beinhaltet unter anderem einen Rückgang des BIPs um über 25%, einen Anstieg der Arbeitslosenquote bis auf rund 25% sowie einen Zusammenbruch des Konsumentenvertrauens und massive Verwerfungen der Finanzmärkte. Demgegenüber unterliegt ein Land einem ernsthaften Stressszenario (entspricht einem AA-Stresstest) bei einem Rückgang des BIPs um 15%, einem Anstieg der Arbeitslosenquote auf bis zu 20% sowie einem Einbruch des Aktienmarktes um bis zu 70%. Das Bestehen eines Stresstests impliziert, dass eine Transaktion über ausreichend Credit Enhancement verfügt, um dem spezifischen Stressszenario standhalten zu können. Handelt es sich um eine Assetklasse mit hoher Sensitivität besteht die Möglichkeit eines Uplifts um eine Ratingstufe beim Bestehen eines ernsthaften Stressszenarios sowie um bis zu 2 Notches beim Absolvieren eines extremen Stresstests. Bei Assetklassen mit moderater Sensitivität sind hingegen Rating-Uplifts beim Bestehen eines AA- bzw. eines AAA-Stressszenarios von einer respektive 4 Ratingstufen möglich. Sollten „zu ratende“ SF-Transaktionen mit moderater Sensitivität (zusätzlich) bestimmte Kriterien erfüllen, ist auch ein Uplift von bis zu 6 Notches erzielbar.

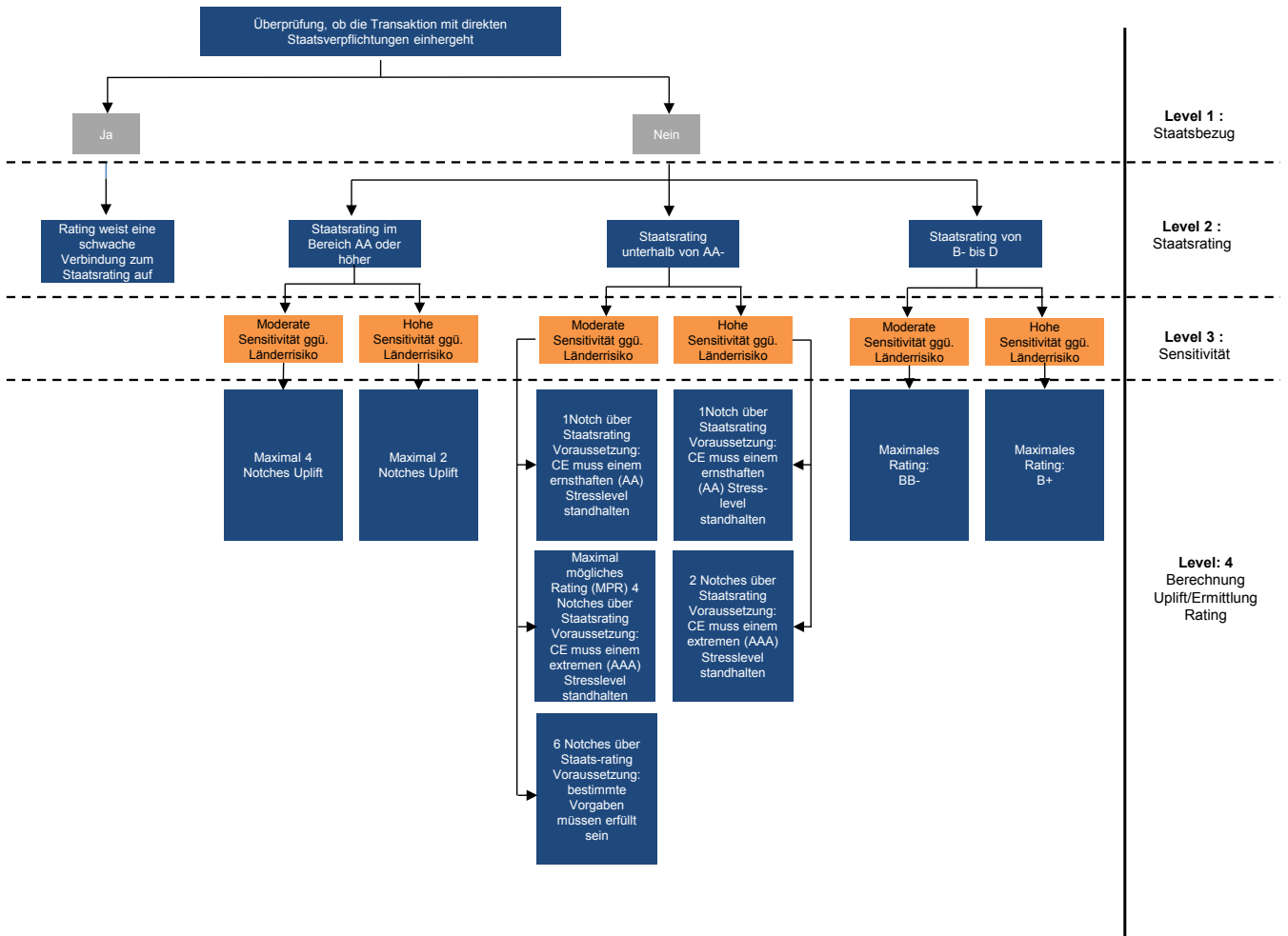
Liegt das Staatsrating schon auf einem niedrigen Niveau (zwischen B- und D) wird kein (zusätzliches) Stressszenario mehr vorgenommen, da S&P das Risiko eines spezifischen Ausfallszenarios bereits als „absehbar“ einstuft. In diesen Fällen gelten anstelle des relativen „Uplift-Mechanismus“ zum Staatsrating fortan absolute Ratinggrenzen. Diese sollen bei Assetklassen mit moderater Sensitivität bei BB- und bei Assetklassen mit hoher Sensitivität bzgl. des Staatsratings bei B+ liegen. Nachfolgend eine zusammenfassende Darstellung der globalen SF-Ratingvergabe oberhalb des Staatsratings gemäß den Änderungsvorschlägen von S&P.

#### **Einführung von Stressszenarien unterhalb eines Staatsratings von AA-**

#### **Rating Uplift bei einem Staatsrating unterhalb von AA-**

#### **Rating Uplift bei einem Staatsrating zwischen B- und D**

**SCHEMATISCHE DARSTELLUNG EINER GLOBALEN SF-RATINGVERGABE OBERHALB DES STAATSRATINGS GEMÄß DEM RFC-PAPIER VON S&P**



Quelle: S&P, DZ BANK

Der finale Schritt in der Bestimmung eines Ratings besteht bei S&P darin zu überprüfen, ob das Rating einer Fremdwährungsverbindlichkeit nicht eventuell durch die „Transfer and Convertability“ (T&C)-Beurteilung beschränkt wird. Für S&P reflektiert die „Transfer and Convertability“ (T&C)-Beurteilung eines Landes die Wahrscheinlichkeit, inwieweit ein Staat für Verbriefungen den Zugang zu Devisen einschränken kann, wenngleich Verbriefungen diesen benötigen um ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können. Sollte eine Fremdwährungsverbindlichkeit, welche mittels Vermögenswerten aus einer Jurisdiktion in Fremdwährung oder in lokaler Währung besichert ist, keine strukturelle Absicherung wie unter anderem eine Versicherung gegen politische Risiken oder eine Garantien von Drittparteien aufweisen, soll das Rating dieser Transaktion auf dem T&C-Niveau der jeweiligen Jurisdiktion gedeckelt werden. Nachfolgend ein Überblick über die T&C-Beurteilungen unterschiedlicher Länder mit Stand 29.10.2013.

**„Transfer and Convertability“- Beurteilung**

**AUSGEWÄHLTE STAATSRATINGS UND T&C-BEURTEILUNGEN (STAND 29.10.2013)**

Land	Sovereign local-currency ratings	Sovereign foreign-currency ratings	T&C-Beurteilung
Australien	AAA/Stable/A-1+	AAA/Stable/A-1+	AAA
US	AA+/Stable/A-1+	AA+/Stable/A-1+	AAA
UK	AAA/Negative/A-1+	AAA/Negative/A-1+	AAA
Belgien	AA/Negative/A-1+	AA/Negative/A-1+	AAA*
Zypern	CCC+/Stable/C	CCC+/Stable/C	AAA*
Dänemark	AAA/Stable/A-1+	AAA/Stable/A-1+	AAA
Finnland	AAA/Stable/A-1+	AAA/Stable/A-1+	AAA*
Frankreich	AA+/Negative/A-1+	AA+/Negative/A-1+	AAA*
Deutschland	AAA/Stable/A-1+	AAA/Stable/A-1+	AAA*
Griechenland	B-/Stable/B	B-/Stable/B	AAA*
Irland	BBB+/Positive/A-2	BBB+/Positive/A-2	AAA*
Italien	BBB/Negative/A-2	BBB/Negative/A-2	AAA*
Niederlande	AAA/Negative/A-1+	AAA/Negative/A-1+	AAA*
Norwegen	AAA/Stable/A-1+	AAA/Stable/A-1+	AAA
Spanien	BBB-/Negative/A-3	BBB-/Negative/A-3	AAA*
Schweden	AAA/Stable/A-1+	AAA/Stable/A-1+	AAA
Thailand	A-/Stable/A-2	BBB+/Stable/A-2	A
Peru	A-/Stable/A-2	BBB+/Stable/A-2	A
Südafrika	A-/Negative/A-2	BBB/Negative/A-2	A-

Quelle: S&P, DZ BANK \*Diese T&C-Beurteilungen sind für Länder, die Teil einer Währungsunion sind oder die Währung eines anderen Staates nutzen. Für Mitglieder der EMU reflektiert die T&C-Beurteilung die Wahrscheinlichkeit, inwieweit die EZB den „nicht-staatlichen“ Zugang zu Devisen einschränken kann, wenngleich dieser benötigt wird, um Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können.

Aufgrund der bereits erwähnten „Lehren“ aus der Eurokrise beinhaltet das Konzeptpapier zudem Anpassungen der EMU-Kriterien. EMU-Verbriefungen sollen nunmehr nicht mehr anders behandelt werden, als Verbriefungen aus Nicht-EMU-Ländern. Darüber hinaus sollen alle Transaktionen, die ursprünglich als Assetklassen mit geringer Sensitivität gegenüber dem Staatsrating eingestuft waren, fortan alle als Assetklassen mit moderater Sensitivität eingeordnet werden. Des Weiteren ist auch die Anwendung der oben beschriebenen Stressszenarien ein Resultat aus den Anpassungen der EMU-Kriterien.

**Massive Auswirkungen auf bereits bestehende SF-Ratings**

Die aktuellen Vorschläge werden sich gemäß S&P, neben wenigen anderen Regionen, hauptsächlich auf Verbriefungen aus Europa auswirken. Hierbei werden vor allem ABS aus den Peripherie-Ländern betroffen sein. Die Ratingagentur erwartet, dass durch Einführung der geplanten Vorschläge in etwa 60%-70% der italienischen RMBS und ABS sowie 40% der CMBS und sogar alle von S&P gerateten italienischen SME CLOs um 2 Notches herabgestuft werden. Aber auch an spanischen Verbriefungs-Transaktionen werden die Änderungsvorschläge nicht spurlos vorbeiziehen. So wird davon ausgegangen, dass auch 50%-60% der RMBS, ABS, SME CLO aus Spanien um etwa 2 Notches sowie 40% der spanischen CMBS-Transaktionen um bis zu 5 oder 6 Ratingstufen herabgestuft werden. Im Fall von Portugal wird sogar angenommen, dass mehr als die Hälfte der RMBS und ABS sowie alle SME CLOs, die von den Änderungen betroffen sind, nach Anwendung der vorgeschlagenen Anpassungen unterhalb eines Ratingniveaus von BBB- liegen werden. S&P geht davon aus, dass hierbei 60% der portugiesischen RMBS und ABS eine Ratingherabstufung von 1-3 Notches und 60% der SME CLOs eine Ratingdowngrade von 4-5 Stufen erfahren werden. Hingegen wird angenommen, dass in Irland lediglich 20% aller RMBS-Transaktionen um 1-3 Notches herabgestuft werden.

**Anpassung der EMU-Kriterien**

**EU-Peripherie ABS wären am stärksten von den Änderungen negativ betroffen**

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

## RFC-Reichweite erfasst auch Covered Bond-Ratinguniversum von S&P

Das SF-Universum von S&P beinhaltet neben ABS auch Covered Bonds. Bei der Ratingvergabe an Covered Bonds spielt insbesondere ein etwaiger Asset/Liability-Mismatch eine wesentliche Rolle. Sollten Covered Bonds keinen Asset/Liability-Mismatch aufweisen bzw. keinen Refinanzierungsrisiken ausgesetzt sein, erfolgt die Ratingvergabe (wie bei ABS auch) analog auf Basis des betreffenden Staatsrating-Niveaus sowie auch der Einstufung der Sensitivität des Covered Pools gegenüber dem Länderrisiko. Bei einem Staatsrating von B und höher ist ein Rating-Uplift, je nach Sensitivität, um 2 (hohe Sensitivität) bzw. 4 Notches (moderate Sensitivität) möglich. Sollte das Rating des Staates zwischen B- und D liegen, kommen hier auch die fixen Ratinggrenzen von B+ (hohe Sensitivität) und BB- (moderate Sensitivität) zum Tragen. Bei Vorliegen eines Asset/Liability-Mismatch, welcher in einem Refinanzierungsrisiko resultiert und nach Meinung der Ratingagentur nicht vollständig abgemildert werden kann, ist es wahrscheinlich, dass ein maximales Rating von 4 Notches Uplift nicht erreicht werden kann. S&P geht sogar von einem Uplift von lediglich 2 Ratingstufen aus. Im Falle der Umsetzung des Konzeptpapiers wird angenommen, dass rund 40% der italienischen Covered Bonds sowie rund 50%-60% der spanischen Covered Bonds und Multi Cedulas um rund 2 Notches herabgestuft werden.

## Vergleich mit anderen Ratingagenturen

Im Gegensatz zu S&P setzt Moody's auf dem „Local Currency Country Risk Ceiling“ (LCC), also der Länderratingobergrenze auf Basis der lokalen Währung statt auf dem Fremdwährungsrating auf. Die Länderratingobergrenze ist zu verstehen als maximale Bonitätseinstufung einer Anleihe bzw. Verbriefung für die mit dem Investment eingegangenen, länderspezifischen (auf nationaler Ebene nicht diversifizierbaren) Risiken lokaler Assets. Das „Local Currency Country Risk Ceiling“ beinhaltet in der Auslegung von Moody's bereits auch das staatliche Ausfallrisiko. Ein Staatsbankrott stellt demnach nur eine potenzielle Verwerfung einer Vielzahl möglicher Vermögensminderungen aufgrund von Länderrisiken dar. Andere bedeutsame Risiken bestehen z.B. in der Verstaatlichung von Vermögenswerten, einer Währungsreform (respektive dem Austritt aus einer Währungsunion), Naturkatastrophen sowie einer nur eingeschränkten Konvertibilität, wobei diese aufgrund der Bonitätsmessung in lokaler Währung zunächst außen vor bleibt respektive im „Foreign Currency Country Ceiling“ (FCC) von Moody's ihren Ausdruck findet. Die Länderratingobergrenze subsumiert die betreffenden Länderrisiken in einem einzigen Bonitätsurteil („maximum achievable rating“).

Die Folgen schlagend gewordener Länderrisiken werden von Moody's modelltechnisch in Form makroökonomischer Verwerfungen als Stressszenario simuliert. Zwar ist die Eintrittswahrscheinlichkeit in der Regel gering, die Auswirkungen im Ereignisfall sind jedoch gravierend. Dies führt im Modell zu einer veränderten Verteilung der erwarteten Verlustkurve. Inwiefern eine Verbriefung das maximal mögliche Rating tatsächlich erreichen kann, hängt vom verfügbaren Credit Enhancement (CE) der Transaktion ab. Zum einen muss je nach Ratingstufe der erwartete (gestresste) Verlust noch mit einem Vielfachen absorbiert werden können, für ein AAA-Rating beispielsweise im Faktor 3,0 bis 5,0. Zum anderen gibt die Agentur je nach Land und spezifischer Assetklasse ein bestimmtes Minimum-CE-Level vor. Erst bei Erreichen

**Etwaiger Asset/Liability-Mismatch spielt eine entscheidende Rolle für Covered Bond Rating**

**LCC bei Moody's als Ausgangsbasis**

**Ermittlung des Rating-Uplifts bei Moody's**

oder Überschreiten des höheren der beiden erforderlichen CE-Niveaus kann die Transaktion das maximale SF-Rating erzielen. Anschließend erfolgt zusätzlich eine Rekalibrierung der erforderlichen CE-Levels im Stressszenario dahingehend, dass das für ein AAA-Rating ohne Rating-Cap erforderliche CE-Niveau als Minimum-Level zum Erreichen der Länderratingobergrenze gesetzt wird – quasi eine „Verschiebung“ der Ratingskala mit dem LCC als maximal erreichbare Bestnote. Dadurch relativiert sich die Höhe der verfügbaren CE-Niveaus unterschiedlicher Klassen im Verhältnis zum jeweils erreichbaren Rating. In der Folge werden üblicherweise Junior und Mezzanine-Tranchen im Rating herabgestuft. Der finale Uplift gegenüber dem nationalen Landesrating bewegt sich für europäische Peripherieländer zur Zeit zwischen +3 (Italien) und +6 (Irland) Notches.

Das „Country Ceiling“ ist bei Fitch Ausdruck für den Grad des T&C-Risikos der betreffenden Jurisdiktion, deckt also „lediglich“ die Transfer- und Konvertibilitätsrisiken aufgrund staatlicher Einflussnahme ab. Entsprechend setzt es auf dem Fremdwährungsrating (FCC) von Fitch auf. Verbriefungen können dabei grundsätzlich maximal ein Uplift von drei Stufen erzielen. Eine Ausnahme bilden ABS aus Schwellenländern („Emerging Markets ABS“), denen ein Uplift von bis zu 4 Notches zugebilligt wird. Das Country Ceiling liegt für alle Mitgliedsstaaten der Eurozone grundsätzlich bei AAA, jedoch gelten für Griechenland mit B- und Zypern mit B glatt einzelstaatliche Ausnahmeregelungen.

Demgegenüber besteht bei Fitch eine zweite, davon unabhängige Ratingobergrenze für SF-Ratings oberhalb des jeweiligen Staatsratings. Diese setzt auf dem Staatsrating in Lokalwährung auf („Local Currency Issuer Default Rating“, LC IDR) und beträgt maximal bis zu 6 Notches. Sollte das LC IDR jedoch unterhalb eines B-Ratings liegen, wird von der 6-Notches-Regel abgewichen und es erfolgt eine Einzelfallentscheidung.

### **Country Ceiling und entsprechender maximaler Uplift bei Fitch**

### **Ermittlung des Uplifts über LC IDR bei Fitch**

#### **AUTOREN:**

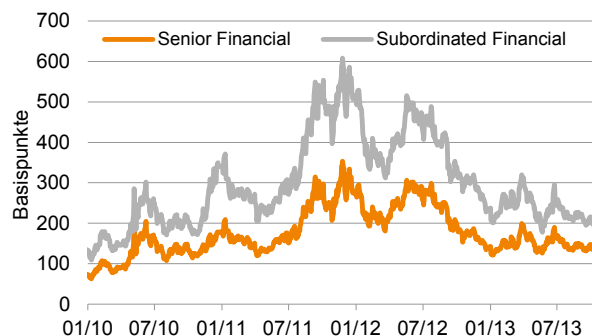
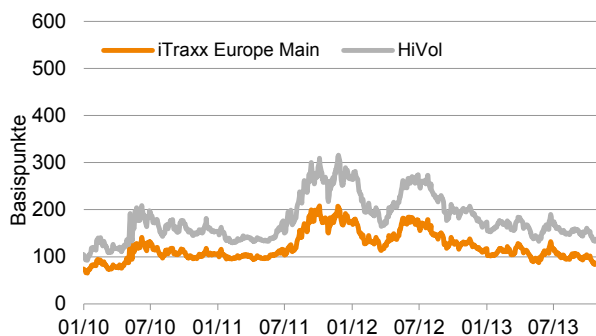
Ann-Kristin Möglich +49 (0)69 7447 3818

Ralf Raebel + 49 (0)69 7447 1408



## ITRAXX IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Markit

ITRAXX SERIE 19 (UND ÜBERGANGSWEISE SERIE 18) – 5 JAHRE: AKTUELLE SPREADS (BASISPUNKTE) SOWIE VERÄNDERUNG

Indexbezeichnung	Anzahl Credits	Serie 18					Serie 19					
		Last Price	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate	Last Price	S17 - S16	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate
Europe	125	67,0	-0,1	-5,2	-15,5	-25,8	76,5	9,5	-0,8	-6,5	-16,5	-26,0
HiVol	30	107,7	1,3	-7,0	-17,1	-29,1	127,1	19,3	4,8	-3,7	-13,3	-26,9
Crossover	50	317,4	0,0	0,0	-2,2	-34,4	369,3	51,9	0,0	0,0	-3,2	-43,8
Non-Financials	100	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Financials Senior	25	95,2	0,5	-6,2	-22,9	-38,3	108,9	13,7	0,6	-6,2	-23,4	-38,3
Financials Subordinated	25	145,8	2,3	-2,9	-26,2	-59,9	164,9	19,0	2,6	-2,5	-26,9	-61,5

Quelle: Markit

## ABS MARKT IM OKTOBER(1)

Asset-Klasse	Spread-Level AAA (indikativ)	Tendenz	Asset-Klasse	Spread-Level AAA (indikativ)	Tendenz
<b>RMBS</b>			<b>CMBS</b>	300 – 600	↘
Deutschland	n.a.				
Spanien	195– 430	↘	<b>ABS</b>		
Italien	120 – 290	↘	Consumer-ABS	95 – 225	↘
Niederlande	40 – 120	↗	Lease-ABS	23 – 85	↘
UK Prime	27 – 70	↘	Auto-ABS	23 – 70	↘
UK Non-Conforming	200 – 375	↘			

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

### Händlerkommentar

Der Neuemissionsmarkt läuft weiter auf Hochtouren. Viele Originatoren versuchen das positive Umfeld zum Jahresende noch zu nutzen um ihre Transaktionen bei Investoren zu platzieren. Weiterhin werden viele Auto ABS vermarktet. Societe Generale mit ihrer deutschen Tochter Deutsches Kraftfahrzeuggewerbe platzierte mit ihrer R&B Germany Auto 2 bereits das zweite Mal in 2013, diesmal rund 1 Mrd. EUR. In diesem Segment ist auch wieder Mercedes am Markt aufgetaucht, deren „Silver Arrow“ Transaktion gerade bei Investoren vermarktet und gepreist wird. Weiterhin stehen auch EU CLOs bei den Investoren hoch in der Gunst. Zu dem Neuemissionsreigen 2013 kommen derzeit 2 weitere Transaktionen hinzu, CQS' Grosvenor Place 2013 wie auch

ICG's ST. Paul's CLO 2013. Weitere Premierien bei NL RMBS, ABN Amro mit Dolphin 2013 und auch die Van Lanschot Bank mit ihrer LUNET 2013-1, die hier weitere gewollte Diversifikation in den ABS Markt brachten. Das Sekundärmarktgeschehen war von zahlreichen Bidlisten geprägt, auf denen Bonds diverser Assetklassen und verschiedene Tranchen vor allem aus ES, PT und auch GR RMBS gezeigt wurden. Die Jagd nach Rendite geht weiter. Investoren wagen sich dabei mehr an Peripherie-Anleihen und auch tiefer in die Kapitalstruktur, um ihre Zielrenditen zu erreichen. Ferner ist die Nachfrage nach liquiden ABS weiterhin hoch, da genügend Kapital vorhanden ist und auch renditeträchtig angelegt werden muss. Die Alternativen am Kapitalmarkt sind hierfür rar und treiben die Gelder weiter in den ABS Markt.

### Aktuelle Offerten des ABS-Handels

Assetklasse	Land	Transaktion	Tranche	WKN	Originator	Rating	WAL	Geld	Brief	DM (Geld)	DM (Brief)
Auto	FR	DRIFR 1	A	A1HQJQ	VW Bank GmbH	AAA	1,33	100,03	100,09	32	28
LEASE	DE	VCL 18	A	A1HQS3	VW Leasing	AAA	1,20	100,00	100,05	30	26
RMBS	NL	DMPL VIII	A2	A1A3J0	Achmea Hypotheekbank NV	AAA	2,03	101,53	101,74	60	50
RMBS	NL	STORM 2010-1	A1	A1AVX0	Obvion	AAA	1,11	100,33	100,40	50	44
RMBS	BE	DMF 2006-1	A	A0G035	Krefima NV	AA+	2,85	98,70	98,98	85	75
RMBS	GB	PERMM 2011-1X	1A3	A1GQEV	Bank of Scotland	AAA	0,19	100,20	100,23	25	12
RMBS	IT	BPM 2	A2	A0GUL3	Banca Popolare di Milano Scarl	AA	2,31		95,85		198
RMBS	AUS	CET 2006-1E	A1	A0USRF	St. George Bank Ltd.	AAA	1,50	98,84	99,01	80	75

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

DZ ABS Trading:

Christopher Schumann (+49 (0)69 7447 90105)  
Dalibor Jarnevic (+49 (0)69 7447 99166)  
Lucia Kraus (+49 (0)69 7447 90402)

## ABS MARKT IM OKTOBER(2)

- » Solider Primärmarkt im Oktober sendet positive Marktimpulse.
- » Spanische und italienische RMBS sowie spanische Auto ABS und SME CLOs von nicht bzw. nur auf Einzeltitelebene kaufen auf selektiv kaufen hochgestuft.

Der Oktober startete mit bis dato insgesamt 17 Transaktionen das vierte Quartal des Jahres. Mit einem Neuemissionsvolumen von rund 12,8 Mrd. Euro konnte der Vormonatwert zwar übertroffen werden, jedoch ist im Vergleich zum Vorjahr ein Rückgang von absolut 3 Mrd. Euro (-19%) zu verzeichnen. Den größten Anteil am Neuemissionsvolumen stellte mit 3,8 Mrd. Euro die französische Consumer ABS „R&B Consumer France 2013“. Darüber hinaus wurde mit der „Calypso II“ seit langem wieder eine Katastrophen-Anleihe („Cat-Bond“) am europäischen Markt begeben. Die neue Transaktion gewährt der AXA Global P&C Absicherung gegen Windstürme in Europa und ist mit einem Volumen von 350 Mio. Euro die größte Euro-denominierte Emission, die jemals an den Markt gebracht wurde. Das Cat-Bond-Segment entwickelt sich dank zahlreicher internationaler (USD-)Emissionen dieses Jahr sehr erfreulich. Positiv entwickelte sich im Oktober auch die Platzierungsquote. Mit rund 56% überstieg sie den Vormonatwert um ganze 11 Prozentpunkte. Hervorzuheben ist auch, dass diesen Monat zwei vormals einbehaltene Transaktionen, die „GFUND 2012-2“ und die „Sunrise 09“, in Teilen am Markt platziert werden konnten.

Das Sekundärmarktgeschehen war im Oktober unter anderem von zahlreichen Bidlisten geprägt, auf denen Bonds diverser Assetklassen und verschiedene Tranchen gezeigt wurden. Darüber hinaus geht die Suche nach Rendite weiter. Investoren wagen sich dabei zunehmend an Peripherie-Anleihen und auch tiefer in die Kapitalstruktur, um ihre Zielrenditen zu erreichen. Ferner ist die Nachfrage nach liquiden ABS weiterhin hoch, da genügend Kapital vorhanden ist und auch renditeträchtig angelegt werden muss. Diese Entwicklungen spiegeln sich sehr deutlich in der Spreadentwicklung im Oktober wider. Hier konnte über alle Assetklassen hinweg eine Spreadeinengung von durchschnittlich 16 Basispunkten verzeichnet werden.

Aufgrund unserer Erwartung eines weiterhin starken Nachfrageüberhangs sowie verminderten Risikofaktoren im Gesamtmarkt und (vermutlich nachhaltig) positiven Signalen aus den europäischen Peripherieländern, insbesondere aus Spanien, gehen wir von einer Fortführung der Spreadeinengungstendenz aus. Von dieser sollten verstärkt auch Peripherie-ABS profitieren können. Nach Überprüfung der makroökonomischen Prognosen für 2014, der Entwicklung der betreffenden Immobilienmärkte sowie der Collateral-Performance und der zukünftigen Verlusterwartungen auf Basis des Fitch-Reports „Global Structured Finance Losses“ haben wir daher in unserer Asset Allocation spanische und italienische RMBS sowie spanische Auto ABS und SME CLOs von nicht bzw. nur auf Einzeltitelebene kaufen auf selektiv kaufen hochgestuft. Für irische und portugiesische Transaktionen erachten wir diesen Schritt auf Basis der aktuell verfügbaren Datenlage noch als verfrüht, schließen ihn aber mittelfristig auch nicht aus.

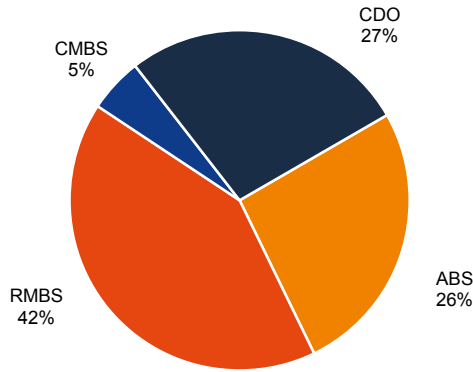
### Solider Start des vierten Quartals

### Spreads engen sich über alle Assetklassen deutlich ein

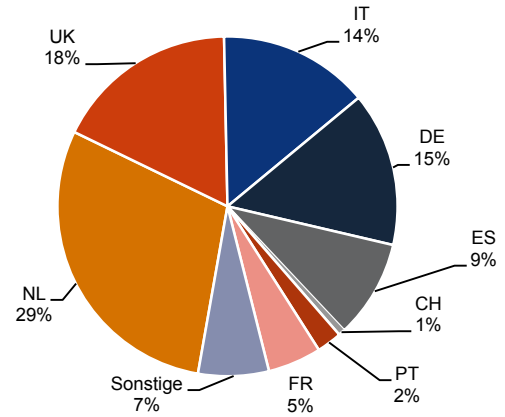
Ann-Kristin Möglich und Ralf Raebel

ABS MARKT IM OKTOBER (3)

ANTEIL DER ASSETKLASSEN 2013 Y-T-D

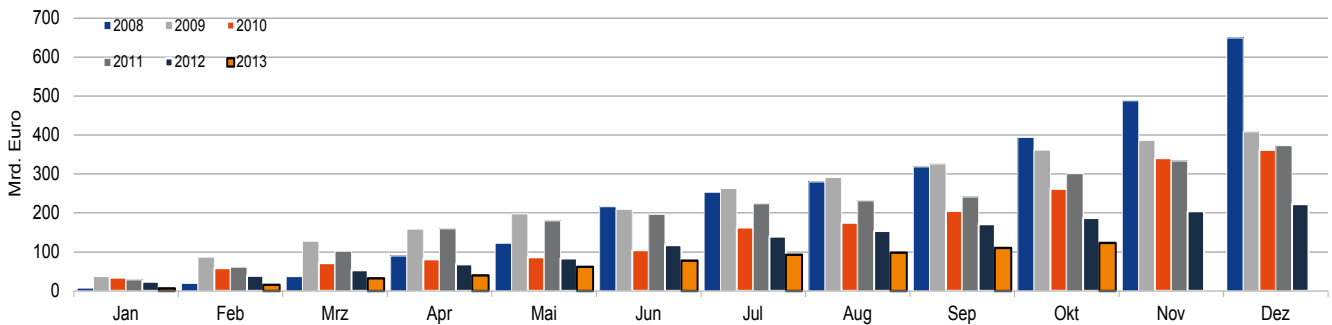


ANTEIL DER LÄNDER 2013 Y-T-D

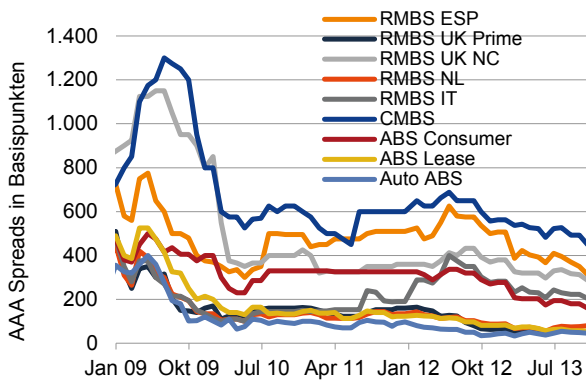


Quelle: DZ BANK

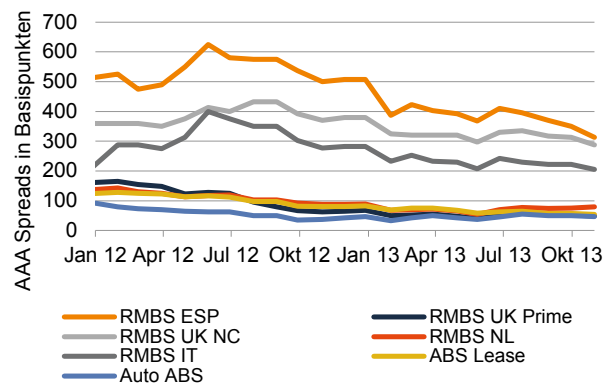
KUMULIERTES EMISSIONSVOLUMEN DES EUROPÄISCHEN STRUCTURED FINANCE MARKTES



SPREADS – LANGFRISTIGE ENTWICKLUNG



SPREADS – KURZFRISTIGE ENTWICKLUNG



Quelle: DZ BANK

## NEUEMISSIONEN IM OKTOBER

Transaktion	Assetklasse	Land	Originator	Volumen (Mio.)	Mrd. Euro
<b>ABS</b>					
abc SME ABS	Lease ABS	DE	abcbank GmbH	EUR 279,7	0,28
AXA Calypso II	Cat Bond	IE	AXA Global P&C	EUR 350,0	0,35
Kimi 2013-1	Auto ABS	FI	Santander Consumer Finance Oy	EUR 439,0	0,44
R&B Cons France 2013	Consumer ABS	FR	Sogefinancement	EUR 3.800,0	3,80
R&B Ger Auto	Auto ABS	DE	Bank Deutsches Kraftfahrzeuggewerbe GmbH	EUR 1.000,0	1,00
SCGA Vehicles 13-1	Auto ABS	DE	Santander Consumer Bank	EUR 700,0	0,70
SC Spain Auto 13-1	Auto ABS	ES	Santander Consumer Finance	EUR 481,2	0,48
<b>Summe ABS</b>					<b>7,05</b>
<b>MBS</b>					
Bluestep 2	RMBS	SE	Bluestep Finans AB	EUR 140,0 / SEK 1.265,9	0,28
Dolphin 2013-2	RMBS	NL	ABN Amro	EUR 750,0	0,75
GRF 2013-2	CMBS	DE	Gagfah	EUR 736,6	0,74
Lunet RMBS 2013-1	RMBS	NL	Van Lanschot	EUR 1.085,8	1,09
RMS 27	NC RMBS	UK	Investec	GBP 398,4	0,47
Rochester 1	NC RMBS	UK	OneSavings Bank	GBP 395,1	0,47
<b>Summe MBS</b>					<b>3,80</b>
<b>CDO</b>					
Grosvenor 2013-1	CLO	Mix	CQS Investment Management	EUR 361,6	0,36
Heathrow Funding	WBS	UK	Heathrow Funding Ltd.	GPB 750,0	0,88
Sanctuary Capital	WBS	UK	Sanctuary Housing Association	GBP 150,0	0,18
Telereal Secured Finance	WBS	UK	Telereal Trillium Limited	GBP 500,0	0,59
<b>Summe CDO</b>					<b>2,01</b>
<b>Summe</b>					<b>12,86</b>



		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	R&B Cons France 2013	A	EUR	2.660,0	4,09	1mE	125	NR	NR	AAA
Bloomberg	RNBCF 2013-1	B	EUR	1.140,0	6,58	n/a	n/a	NR	NR	NR
Assetklasse	Consumer ABS									
Land	Frankreich									
Originator	Sogefinancement									
Volumen	EUR 3.800,0 Mio.									
Pricing	10.10.2013									
	- Es ist nicht bekannt, ob die Transaktion vermarktet oder vollständig einbehalten wurde.									
Transaktion	R&B Ger Auto	A	EUR	915,0	1,61	1mE	47	Aaa	NR	AAA
Bloomberg	RNBAG 2	B	EUR	85,0	3,93	n/a	n/a	NR	NR	NR
Assetklasse	Auto ABS									
Land	Deutschland									
Originator	Bank Deutsches Kraftfahr- zeuggewerbe GmbH									
Volumen	EUR 1.000,0 Mio.									
Pricing	15.10.2013									
	- Die A-Tranche wurde öffentlich vermarktet.									
	- Das Portfolio besteht aus 90.995 Darlehen an 89.840 Kreditnehmer und beinhaltet hauptsächlich Gebrauchtwagen.									
Transaktion	SCGA Vehicles 13-1	A	EUR	630,0	n/a	fix	1,593%	NR	A	NR
Bloomberg	Tbd.	B	EUR	70,0	n/a	fix	2,802%	NR	NR	NR
Assetklasse	Auto ABS									
Land	Deutschland									
Originator	Santander Consumer Bank									
Volumen	EUR 700,0 Mio.									
Pricing	23.10.2013									
	- Die Transaktion wurde vollständig einbehalten.									
Transaktion	SC Spain Auto 13-1	A	EUR	481,2	2,1	n/a	n/a	A3	NR	A+
Bloomberg	SANCF 2013-1									
Assetklasse	Auto ABS									
Land	Spanien									
Originator	Santander Consumer Finance									
Volumen	EUR 481,2 Mio.									
Pricing	08.10.2013									
	- Die Transaktion wurde vollständig einbehalten.									

Quelle: DZ BANK

## RMBS & CMBS

### NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Bluestep 2	AA	EUR	140,0	3,25	3mE	145	NR	AAA	NR
Bloomberg	STEP 2	AB	SEK	765,9	3,25	STIB3M	200	NR	AAA	NR
Assetklasse	RMBS	Z	SEK	500,0	n/a	STIB3M	375	NR	NR	NR
Land	Schweden									
Originator	Bluestep Finans AB									
Volumen	EUR 140,0 Mio. / SEK 1.265,9 Mio.									
Pricing	11.10.2013									
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Die Aa-Tranche wurde vollständig und die Ab-Tranche teilweise öffentlich vermarktet.</li> <li>- Das Portfolio besteht aus 4.427 Darlehen.</li> <li>- Der durchschnittliche originale LTV beträgt 71,7%. Der durchschnittliche current LTV beträgt 71,1%.</li> <li>- Das durchschnittliche Seasoning beträgt 36,3 Monate.</li> <li>- Die durchschnittliche Restlaufzeit beträgt 35,5 Jahre.</li> </ul>									
Transaktion	Dolphin 2013-2	A	EUR	750,0	4,93	3mE	85	Aaa	NR	NR
Bloomberg	DOLPH 2013-2									
Assetklasse	RMBS									
Land	Niederlande									
Originator	ABN Amro									
Volumen	EUR 750,0 Mio.									
Pricing	15.10.2013									
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Die A-Tranche wurde öffentlich vermarktet.</li> <li>- Die geografische Verteilung gestaltete sich wie folgt: 52% Großbritannien, 24% Niederlande, 9% Belgien, 7% Deutschland, 5% Frankreich und 3% Sonstige. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 46% aus Asset Managern, zu 39% aus Banken, zu 14% aus Versicherungen und zu 1% aus Sonstigen zusammen.</li> <li>- Die A-Tranche wurde von ursprünglich 500 Mio. EUR auf 750 Mio. EUR aufgestockt.</li> <li>- Das durchschnittliche Seasoning beträgt 7,6 Jahre.</li> </ul>									
Transaktion	GRF 2013-2	A	EUR	431,0	4,5	3mE	100	NR	NR	AAA
Bloomberg	GRF 2013-2									
Assetklasse	CMBS									
Land	Deutschland									
Originator	Gagfah									
Volumen	EUR 736,6 Mio.									
Pricing	09.10.2013									
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Die Transaktion wurde öffentlich vermarktet.</li> <li>- Die geografische Verteilung gestaltete sich wie folgt: 48% Großbritannien, 25% Europa und 27% Sonstige. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 43% aus Asset Managern, zu 15% aus Banken, zu 5% aus Versicherungen und zu 37% aus Sonstigen zusammen.</li> </ul>									



		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Lunet RMBS 2013-1	A1	EUR	244,0	n/a	3mE	50	NR	AAA	AAA
Bloomberg	LUNET 2013-1	A2	EUR	639,6	n/a	3mE	108	NR	AAA	AAA
Assetklasse	RMBS	B	EUR	49,4	n/a	3mE	0	NR	A	AAA
Land	Niederlande	C	EUR	71,0	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR
Originator	Van Lanschot	D	EUR	71,0	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR
Volumen	EUR 1.085,8 Mio	E	EUR	10,8	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR

Pricing 30.10.2013

- Die A1- und die A2-Tranche wurden öffentlich vermarktet.
- Die A1-Tranche wurde 1,2 Mal und die A2-Tranche wurde 1,3 Mal gezeichnet.
- Das Portfolio besteht aus 6.365 Krediten an 3.265 Kreditnehmern.

Transaktion	RMS 27	A	GBP	272,0	6,88	3mE	150	NR	AAA	NR
Bloomberg	RMS 27	B	GBP	109,8	n/a	3mE	400	NR	NR	NR
Assetklasse	NC RMBS	C	GBP	16,6	n/a	3mE	800	NR	NR	NR
Land	Großbritannien									
Originator	Investec									
Volumen	GBP 398,4 Mio.									

Pricing 29.10.2013

- Zu dieser Transaktion liegen uns keine weiteren Informationen vor.

Transaktion	Rochester 1	A1	GBP	213,0	3,4	3mL	145	NR	AAA	AAA
Bloomberg	ROFIN 1	A2	GBP	40,0	3,4	3mL	260,7	NR	AAA	AAA
Assetklasse	NC RMBS	B	GBP	20,0	4,25	3mL	150	NR	AA+	AA
Land	Großbritannien	C	GBP	26,5	4,25	3mL	150	NR	AA-	A
Originator	OneSavings Bank	D	GBP	31,2	4,25	3mL	150	NR	A-	BBB
Volumen	GBP 395,1 Mio.	E	GBP	13,2	4,25	3mL	150	NR	BBB+	BBB-
Pricing	01.10.2013	F	GBP	51,2	4,25	3mL	0	NR	NR	NR

- Es handelt sich um eine sequenziell tilgende Pass-through Struktur
- Die durchschnittliche Restlaufzeit des Portfolios beträgt 17,1 Jahre.
- Das durchschnittliche Seasoning beträgt 54,6 Monate.
- Der durchschnittliche originale LTV beträgt 75,4%. Der durchschnittliche current LTV beträgt 72,6%.

Quelle: DZ BANK

CDO

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Grosvenor 2013-1	A1	EUR	202,1	n/a	3mE	140	Aaa	NR	AAA
Bloomberg	GROSV 2013-1X	A2	EUR	46,4	n/a	3mE	210	Aa2	NR	AA
Assetklasse	CLO	B	EUR	21,0	n/a	3mE	300	A2	NR	A
Land	Mix	C	EUR	18,4	n/a	3mE	385	Baa2	NR	BBB
Originator	CQS Investment Management	D	EUR	22,8	n/a	3mE	510	Ba2	NR	BB
Volumen	EUR 361,6 Mio.	E	EUR	11,4	n/a	3mE	610	B2	NR	B-
Pricing	30.10.2013	SUB	EUR	39,6	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR

- 3,5 Monate Ramp-up.
- Reinvestition der Prepayments während der Laufzeit des Deals.
- Der Manager behält 5% (vertical slice) ein.

Transaktion	Heathrow Funding	A	GBP	750,0	n/a	fix	4,625%	NR	A-	A-
Bloomberg	XS0987355855									
Assetklasse	WBS									
Land	Großbritannien									
Originator	Heathrow Funding Ltd.									
Volumen	GBP 750,0 Mio.									
Pricing	24.10.2013									

- Die A-Tranche wurde öffentlich vermarktet.
- Die geografische Verteilung gestaltete sich wie folgt: 94% Großbritannien und 6% Sonstige. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 62% aus Asset Managern, zu 36% aus Versicherungen und zu 2% aus Sonstigen zusammen.

Transaktion	Sanctuary Capital		GBP	150,0	n/a	fix	5,0%	A1	NR	NR
Bloomberg	XS0984200963									
Assetklasse	WBS									
Land	Großbritannien									
Originator	Sanctuary Housing Association									
Volumen	GBP 150,0 Mio.									
Pricing	24.10.2013									

- Zu dieser Transaktion liegen uns keine weiteren Informationen vor.

Transaktion	Telereal Secured Finance		GBP	500,0	n/a	fix	4,010%	Baa2	NR	BBB
Bloomberg	XS0987936076									
Assetklasse	WBS									
Land	Großbritannien									
Originator	Telereal Trillium Limited									
Volumen	GBP 500,0 Mio.									
Pricing	25.10.2013									

- Zu dieser Transaktion liegen uns keine weiteren Informationen vor.

Quelle: DZ BANK

## AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN IM OKTOBER

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
23.10.2013	PHARMA FINANCE 3	A	Fitch	Downgrade	A+	BBB-
ABS	Italien	B	Fitch	Downgrade	A+	BB+
	PHARM 3					
14.10.2013	QUARZO LEASE 2007-1	A	S&P	Downgrade	AA	AA-
ABS	Italien					
	QUARO 2007-1					
14.10.2013	QUARZO LEASE 2009-1	A	S&P	Downgrade	AA	AA-
ABS	Italien					
	QUARO 2009-1					
31.10.2013	ARENA 2011-2	B	S&P	Downgrade	A-/ Watch negative	BBB+
RMBS	Niederlande	C	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	BBB-
	ARENA 2011-2					
31.10.2013	PREFERRED RESIDENTIAL SECURITIES 7	D	S&P	Upgrade	BB	BBB
RMBS	Großbritannien					
	PRS 7					
31.10.2013	PREFERRED RESIDENTIAL SECURITIES 8	D1A	S&P	Upgrade	B	BB-
RMBS	Großbritannien	D1C	S&P	Upgrade	B	BB-
	PRS 8X					
29.10.2013	SANDWELL COMMERCIAL FINANCE 1	A	S&P	Downgrade	A+	A
CMBS	Großbritannien	B	S&P	Downgrade	A+	A
	SANDW 1	D	S&P	Downgrade	B	B-
29.10.2013	SOUTHERN PACIFIC SECURITIES 2005-3	D1A	S&P	Downgrade	BB	B+
RMBS	Großbritannien	D1C	S&P	Downgrade	BB	B+
	SPS 2005-3X					
29.10.2013	TITAN EUROPE 2005-CT1	F	S&P	Downgrade	CCC-	CC
CMBS	Großbritannien					
	TITN 2005-CT1A					
28.10.2013	DECO 2006-E4	A2	Fitch	Downgrade	BBB	BB
CMBS	Diverse	B	Fitch	Downgrade	BB	B-
	DECO 2006-E4X	C	Fitch	Downgrade	B	CC
		D	Fitch	Downgrade	CCC	C
25.10.2013	OPERA CMH	C	S&P	Downgrade	CCC+	CC
CMBS	Irland	D	S&P	Downgrade	CCC	CC
	OPERA CMH					
24.10.2013	DECO 2006-C3	A1B	Moody's	Downgrade	Ba3	B1
CMBS	Großbritannien					
	DECO 2006-C3X					
18.10.2013	EPIC BROD	A	Fitch	Downgrade	AAA	AA-
CMBS	Diverse	B	Fitch	Downgrade	AA	A
	EPICP BROD	C	Fitch	Downgrade	A	BBB
		D	Fitch	Downgrade	BBB	BB
17.10.2013	ECLIPSE 2007-2	B	S&P	Downgrade	B	B-
CMBS	Diverse	C	S&P	Downgrade	CCC-	D
	ECLIP 2007-2X					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
17.10.2013	EMC 6	C	Moody's	Downgrade	Caa3	C
CMBS	Diverse EMC 6					
17.10.2013	GERMAN GROUND LEASE FINANCE 2006-1	A	Moody's	Downgrade	Aa2	A2
CMBS	Deutschland GGLF 2006-1					
16.10.2013	OPERA GER2	A	Fitch	Downgrade	A	BB
CMBS	Deutschland OPERA GER2	B	Fitch	Downgrade	BBB	BB
16.10.2013	TITAN EUROPE 2006-3	A	Moody's	Downgrade	Ba1	B1
CMBS	Diverse TITN 2006-3X	X	Moody's	Downgrade	Caa2	Caa3
15.10.2013	SIENA MORTGAGES 2009-6S2	A	Fitch	Upgrade	A-	A+
RMBS	Italien SIENA 2009-6S2					
10.10.2013	NOSTRUM MORTGAGES 2003-1	A	S&P	Upgrade	BB	BBB
RMBS	Portugal NOSTM 2003-1					
10.10.2013	TITAN EUROPE 2006-3	A	Fitch	Downgrade	B	CCC
CMBS	Diverse TITN 2006-3A	B	Fitch	Downgrade	CC	C
04.10.2013	OPERA GER2	A	S&P	Downgrade	BB+	B+
CMBS	Deutschland OPERA GER2	B	S&P	Downgrade	BB	B
		C	S&P	Downgrade	BB-	B-
		D	S&P	Downgrade	B-	CCC+
		E	S&P	Downgrade	B-	CCC+
03.10.2013	BANCAJA FONDO DE TITULIZACION 8	B	Fitch	Downgrade	A+	A
RMBS	Spanien BCJAF 8	C	Fitch	Downgrade	BBB+	BBB
		D	Fitch	Downgrade	BB+	BB
03.10.2013	HOLLAND EURO-DENOMINATED MTG BACKED SERIES 10	C	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	A3
RMBS	Niederlande HERME 10	D	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Ba1
		E	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	Ba3
03.10.2013	HOLLAND EURO-DENOMINATED MTG BACKED SERIES 11	C	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Baa1
RMBS	Niederlande HERME 11	D	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Ba1
		E	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	Ba3
03.10.2013	HOLLAND EURO-DENOMINATED MTG BACKED SERIES 12	B	Moody's	Upgrade	Aa1	Aa2
RMBS	Niederlande HERME 12	C	Moody's	Downgrade	Aa3	A2
		D	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Baa3
		E	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	Ba3
03.10.2013	HOLLAND EURO-DENOMINATED MTG BACKED SERIES 15	D	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Baa1
RMBS	Niederlande HERME 15	E	Moody's	Downgrade	Ba2/ Watch negative	B2
03.10.2013	HOLLAND EURO-DENOMINATED MTG BACKED SERIES 9	C	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	A3
RMBS	Niederlande HERME 9	D	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Ba2
		E	Moody's	Downgrade	Baa3/ Watch negative	Ba3

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
03.10.2013	LCP PROUDREED 1	A	Fitch	Downgrade	AA	A+
CMBS	Großbritannien PROUL 1					
03.10.2013	WINDERMERE CMBS X-A	D	Fitch	Downgrade	CCC	CC
CMBS	Diverse WINDM X-A					
02.10.2013	EUROPEAN LOAN CONDUIT 23	A	Fitch	Downgrade	A+	BB
CMBS	Diverse	B	Fitch	Downgrade	A	BB-
	EURO 23X	C	Fitch	Downgrade	BBB	B
		D	Fitch	Downgrade	BB	CCC
		E	Fitch	Downgrade	CCC	CC
		F	Fitch	Downgrade	CC	D
31.10.2013	ADAGIO CLO I	B1	Moody's	Upgrade	Aa2	Aaa
CLO	Diverse	B2	Moody's	Upgrade	Aa2	Aaa
	ADAGI IX	C	Moody's	Upgrade	Baa1	Aaa
		D1	Moody's	Upgrade	Ba3	A1
		D2	Moody's	Upgrade	Ba3	A1
		S	Moody's	Upgrade	Ba2	A1
31.10.2013	HONOURS 2	B	S&P	Upgrade	A	AA
CDO	Großbritannien HNRS 2	C	S&P	Affirmation	BBB/ Watch negative	BBB
		D	S&P	Downgrade	BB/ Watch negative	B
30.10.2013	IONIA CAPITAL HAVL	BE2	S&P	Upgrade	B/ Watch positive	BB+
CSO	Diverse	CE2	S&P	Upgrade	CCC+/ Watch positive	B+
	IONIA HAVL					
28.10.2013	GREYLOCK SYNTHETIC CDO 2006-3	A1EL	S&P	Upgrade	AA-/ Watch positive	AA+
CDO	Diverse GREYL 2006-3X					
22.10.2013	AVOCA CLO II-A	A2	Moody's	Upgrade	Aa1	Aaa
CLO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	Baa2	A2
	AVOCA II-A	C1	Moody's	Upgrade	B1	Ba3
		C2	Moody's	Upgrade	B1	Ba3
18.10.2013	CLIFTON STREET FINANCE I	A2	Moody's	Downgrade	C	WR
CDO	Diverse	A1	Moody's	Downgrade	Ca	WR
	CLIFT I	A2	Moody's	Downgrade	Ca	C
17.10.2013	ST JAMES PARK CDO 2007-1	B	Moody's	Upgrade	Aa1	Aaa
CDO	Diverse	C	Moody's	Upgrade	A3	Aa3
	SJPRK 2007-1X	E	Moody's	Downgrade	Ba3	B1
16.10.2013	GRESHAM CAPITAL CLO 2006-3	A1E	S&P	Upgrade	AA+	AAA
CLO	Diverse	A1R	S&P	Upgrade	AA+	AAA
	GSHAM 2006-3X	A1S	S&P	Upgrade	AA+	AAA
		A2	S&P	Upgrade	AA	AAA
		B	S&P	Upgrade	AA-	AA+
		C	S&P	Upgrade	A	AA
		D	S&P	Upgrade	BBB	A+
		E	S&P	Upgrade	BB-	BB+
		F	S&P	Downgrade	B-	CCC+
16.10.2013	RMF EURO CDO IV-A	II	Moody's	Upgrade	Aa1	Aaa
CDO	Diverse	III	Moody's	Upgrade	A1	Aa2
	RMFE IV-A					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
15.10.2013	ADRIANA INFRASTRUCTURE CLO 2008-1	A2	Moody's	Upgrade	A3	Aaa
CLO	Diverse ADIN 2008-1					
15.10.2013	SILVER BIRCH CLO 1	B	Moody's	Upgrade	Aa2	Aaa
CLO	Diverse	C	Moody's	Upgrade	Baa1	A1
	SILBR 1A	D	Moody's	Upgrade	B1	Ba1
		E	Moody's	Upgrade	Caa3	B3
14.10.2013	GRESHAM CAPITAL CLO 2006-1	B	Moody's	Upgrade	Aa1	Aaa
CLO	Diverse	C	Moody's	Upgrade	A3	A1
	GSHAM 2006-1	D	Moody's	Upgrade	Ba2	Ba1
14.10.2013	KINTYRE CLO 2007-1	B	S&P	Upgrade	A+	AA-
CLO	Diverse	C	S&P	Upgrade	BBB+	A
	KNTYR 2007-1X	D	S&P	Upgrade	CCC+	BB+
		E	S&P	Upgrade	CCC-	CCC+
14.10.2013	QUARZO LEASE 2011-1	A	S&P	Downgrade	AA	AA-
CDO	Italien QUARO 2011-1					
14.10.2013	RMF EURO CDO III-A	I	Moody's	Upgrade	Aa1	Aaa
CDO	Diverse	III	Moody's	Upgrade	Baa1	A2
	RMFE III-A	IV	Moody's	Downgrade	Ba1	Ba2
		P	Moody's	Downgrade	Aaa	WR
		V	Moody's	Downgrade	Ba3	B1
11.10.2013	GROSVENOR PLACE CLO II-	A3A1	S&P	Upgrade	A-	A+
CLO	Diverse GROSV II-A					
11.10.2013	GROSVENOR PLACE CLO II-A	A1A	S&P	Upgrade	A-	A+
CLO	Diverse	A1B	S&P	Upgrade	A-	A+
	GROSV II-A	A2	S&P	Upgrade	A-	A+
		A3B	S&P	Upgrade	A-	A+
		A4	S&P	Upgrade	A-	A+
		B	S&P	Upgrade	BBB+	A-
		C	S&P	Upgrade	BB+	BBB
10.10.2013	BRUCKNER CDO I I	A1	Moody's	Upgrade	A3	Aa3
CDO	Diverse	A2-1	Moody's	Upgrade	Ba1	Baa2
	BRUCK IX	A2-2	Moody's	Upgrade	Ba1	Baa2
09.10.2013	FCT GINKGO 2011-1	B	Fitch	Upgrade	AA	AAA
CDO	Frankreich GNKGO 2011-1					
08.10.2013	ALPSTAR CLO 1	A2	Moody's	Upgrade	Aa1	Aaa
CLO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	A2	A1
	ALPST 1	C1	Moody's	Upgrade	Baa3	Baa2
		C2	Moody's	Upgrade	Baa3	Baa2
		P	Moody's	Upgrade	Baa2	Baa1

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
08.10.2013	GSC EUROPEAN CDO 2007-4	A1D	S&P	Downgrade	AAA	NR
CDO	Diverse	B	S&P	Upgrade	A+	AA
	GSCP 2007-4A	C	S&P	Upgrade	BBB+	A
		COMR	S&P	Upgrade	BBB+	A
		COMS	S&P	Upgrade	B	BB
		COMT	S&P	Upgrade	CCC+	B+
		D	S&P	Upgrade	BB+	BBB-
		E	S&P	Upgrade	B+	BB
08.10.2013	PANGAEA ABS 2007-1	A	Fitch	Upgrade	CCC	B-
CDO	Diverse	B	Fitch	Upgrade	CC	CCC
	PGAEA 2007-1					
07.10.2013	DCC - DEXIA CREDIOP PER LA CARTOLARIZZAZIONE 2004-1	A	S&P	Upgrade	B+/ Watch negative	BB-
CLO	Italien					
	DCCS 2004-1					
04.10.2013	IM TERRASSA FTGENCAT 1	C	S&P	Upgrade	A	A+
CLO	Spanien	D	S&P	Upgrade	BBB-	BBB+
	IMTER 1	E	S&P	Upgrade	B+	BB

Quelle: Ratingagenturen, Bloomberg, DZ BANK

## 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, Stefan Zeidler  
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 ANGEGBENEN HOCHZIFFERN IN DER FINANZANALYSE.

Die DZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

- 1) sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 1 Prozent beteiligt.
- 2) waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
- 3) betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4) haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
- 5) halten Aktien des analysierten Emittenten im Handelsbestand.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

Weitere Informationen und Pflichtangaben zu Finanzanalysen finden Sie unter [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)

## DISCLAIMER

1. a) Dieses Dokument wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, 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 Investition 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	04.09.2013	Marketperformer	HSBC Holdings	04.09.2013	Outperformer	Telefónica	10.09.2013	Underperformer
ABN AMRO Bank	05.06.2013	Underperformer	HSBC Holdings	05.06.2013	Underperformer	Telefónica	25.06.2013	Outperformer
ABN AMRO Bank	27.02.2013	Outperformer	HSBC Holdings	27.02.2013	Outperformer	Telefónica	26.02.2013	Marketperformer
Aareal Bank	04.09.2013	Outperformer	Iberdrola	26.02.2013	Marketperformer	UBS	04.09.2013	Outperformer
Aareal Bank	05.06.2013	Underperformer	Intesa Sanpaolo	04.09.2013	Underperformer	UBS	05.06.2013	Marketperformer
Aareal Bank	27.02.2013	Outperformer	Intesa Sanpaolo	05.06.2013	Outperformer	UBS	27.02.2013	Outperformer
Allied Irish Banks	04.09.2013	Marketperformer	Intesa Sanpaolo	27.02.2013	Underperformer	UNITED MEXICAN STATES	13.12.2012	Outperformer
Allied Irish Banks	05.06.2013	Outperformer	Intesa Sanpaolo	09.01.2013	Outperformer	Unicredit	04.09.2013	Underperformer
Allied Irish Banks	27.02.2013	Marketperformer	Intesa Sanpaolo	10.12.2012	Marketperformer	Unicredit	05.06.2013	Outperformer
BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL SA	04.09.2013	Outperformer	JP Morgan Chase & Co	04.09.2013	Outperformer	Unicredit	27.02.2013	Underperformer
BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL SA	05.06.2013	Underperformer	JP Morgan Chase & Co	05.06.2013	Underperformer	Unicredit	09.01.2013	Outperformer
BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL SA	27.02.2013	Outperformer	K+S	27.02.2013	Outperformer	Unicredit	27.02.2013	Underperformer
BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL SA	27.02.2013	Outperformer	K+S	02.08.2013	Outperformer	Vodafone	10.12.2012	Marketperformer
BBVA	04.09.2013	Underperformer	KINGDOM OF BELGIUM	21.05.2013	Marketperformer	Vodafone	22.05.2013	Underperformer
BBVA	05.06.2013	Outperformer	KINGDOM OF BELGIUM	06.06.2013	Marketperformer			
BBVA	27.02.2013	Underperformer	KINGDOM OF BELGIUM	26.02.2013	Outperformer			
BNP Paribas	04.09.2013	Marketperformer	KINGDOM OF SPAIN	10.01.2013	Marketperformer			
BNP Paribas	05.06.2013	Underperformer	KINGDOM OF SPAIN	06.06.2013	Marketperformer			
BNP Paribas	27.02.2013	Marketperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	26.02.2013	Underperformer			
Banca Monte dei Paschi di Siena	04.09.2013	Underperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	28.08.2013	Marketperformer			
Banca Monte dei Paschi di Siena	05.06.2013	Outperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	06.06.2013	Underperformer			
Banca Monte dei Paschi di Siena	27.02.2013	Underperformer	Koninklijke KPN	26.02.2013	Outperformer			
Banca Monte dei Paschi di Siena	09.01.2013	Outperformer	Koninklijke KPN	05.02.2013	Outperformer			
Banca Monte dei Paschi di Siena	10.12.2012	Marketperformer	Landesbank Baden-Württemberg	24.10.2012	Underperformer			
Banco Comercial Portugues	04.09.2013	Underperformer	Landesbank Baden-Württemberg	04.09.2013	Outperformer			
Banco Comercial Portugues	31.07.2013	Outperformer	Landesbank Baden-Württemberg	05.06.2013	Underperformer			
Banco Comercial Portugues	04.07.2013	Marketperformer	Lloyds Banking Group	27.02.2013	Outperformer			
Banco Comercial Portugues	05.06.2013	Outperformer	Lloyds Banking Group	30.04.2013	Outperformer			
Banco Comercial Portugues	27.02.2013	Underperformer	Lloyds Banking Group	27.02.2013	Underperformer			
Banco Espirito Santo	04.09.2013	Underperformer	Mediobanca	01.11.2012	Outperformer			
Banco Espirito Santo	30.07.2013	Outperformer	Mediobanca	04.09.2013	Underperformer			
Banco Espirito Santo	04.07.2013	Marketperformer	Mediobanca	05.06.2013	Outperformer			
Banco Espirito Santo	05.06.2013	Outperformer	Mediobanca	26.02.2013	Underperformer			
Banco Espirito Santo	27.02.2013	Underperformer	NORD/LB	09.01.2013	Outperformer			
Banco Popular Espa?ol	14.06.2013	Underperformer	NORD/LB	10.12.2012	Marketperformer			
Banco Popular Espa?ol	05.06.2013	Outperformer	Nordea	24.04.2013	Marketperformer			
Banco Popular Espa?ol	27.02.2013	Underperformer	Nordea	27.02.2013	Outperformer			
Banco Santander	04.09.2013	Underperformer	Nordea	04.09.2013	Outperformer			
Banco Santander	05.06.2013	Outperformer	Orange	05.06.2013	Underperformer			
Banco Santander	27.02.2013	Underperformer	Orange	27.02.2013	Outperformer			
Bank of Ireland	04.09.2013	Marketperformer	POHIOLA BANK PLC	21.02.2013	Marketperformer			
Bank of Ireland	05.06.2013	Outperformer	POHIOLA BANK PLC	29.10.2012	Underperformer			
Bank of Ireland	27.02.2013	Marketperformer	POHIOLA BANK PLC	04.09.2013	Outperformer			
Barclays Bank	04.09.2013	Outperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	05.06.2013	Underperformer			
Barclays Bank	05.06.2013	Underperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	27.02.2013	Outperformer			
Barclays Bank	27.02.2013	Marketperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	28.08.2013	Underperformer			
Bayerische Landesbank	04.09.2013	Outperformer	Portugal Telecom	06.06.2013	Outperformer			
Bayerische Landesbank	05.06.2013	Underperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	26.02.2013	Marketperformer			
Bayerische Landesbank	27.02.2013	Outperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	14.03.2013	Marketperformer			
CZECH REPUBLIC	22.03.2013	Underperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	28.08.2013	Marketperformer			
CZECH REPUBLIC	13.12.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF FINLAND	06.06.2013	Underperformer			
Carrefour	02.09.2013	Marketperformer	REPUBLIC OF FINLAND	26.02.2013	Outperformer			
Carrefour	11.03.2013	Outperformer	REPUBLIC OF FINLAND	26.02.2013	Outperformer			
Carrefour	22.10.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF HUNGARY	13.12.2012	Underperformer			
Commerzbank	04.09.2013	Underperformer	REPUBLIC OF ITALY	28.08.2013	Underperformer			
Continental	09.10.2013	Marketperformer	REPUBLIC OF ITALY	06.06.2013	Outperformer			
Credit Suisse	04.09.2013	Outperformer	REPUBLIC OF ITALY	22.04.2013	Marketperformer			
Credit Suisse	05.06.2013	Marketperformer	REPUBLIC OF ITALY	26.02.2013	Underperformer			
Credit Suisse	27.02.2013	Outperformer	REPUBLIC OF ITALY	21.01.2013	Outperformer			
Crédit Agricole	04.09.2013	Marketperformer	REPUBLIC OF ITALY	10.12.2012	Marketperformer			
Crédit Agricole	05.06.2013	Underperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	22.03.2013	Marketperformer			
Crédit Agricole	09.11.2012	Marketperformer	RUSSIAN FEDERATION	13.12.2012	Outperformer			
Crédit Mutuel Arkéa	04.09.2013	Outperformer	RWE	14.08.2013	Underperformer			
Crédit Mutuel Arkéa	05.06.2013	Underperformer	Rabobank	04.09.2013	Marketperformer			
Crédit Mutuel Arkéa	27.02.2013	Outperformer	Rabobank	05.06.2013	Underperformer			
DNB Bank Group	04.09.2013	Outperformer	Rabobank	27.02.2013	Outperformer			
DNB Bank Group	05.06.2013	Underperformer	Renault	28.08.2013	Outperformer			
DNB Bank Group	27.02.2013	Outperformer	Royal Bank of Scotland	04.09.2013	Outperformer			
Deutsche Bahn	10.09.2013	Outperformer	Royal Bank of Scotland	07.05.2013	Marketperformer			
Deutsche Bank	04.09.2013	Outperformer	Royal Bank of Scotland	27.02.2013	Underperformer			
Deutsche Bank	05.06.2013	Marketperformer	Royal Bank of Scotland	02.11.2012	Outperformer			
Deutsche Bank	27.02.2013	Outperformer	SAP	03.07.2013	Outperformer			
Deutsche Post	10.09.2013	Outperformer	SEB	04.09.2013	Outperformer			
Deutsche Post	26.04.2013	Marketperformer	SEB	05.06.2013	Underperformer			
Deutsche Post	12.11.2012	Underperformer	SEB	27.02.2013	Outperformer			
Dexia	04.09.2013	Underperformer	SNS BANK NV	05.06.2013	Marketperformer			
Dexia	05.06.2013	Outperformer	SNS BANK NV	01.02.2013	Outperformer			
Dexia	27.02.2013	Underperformer	Siemens	02.08.2013	Marketperformer			
Enel	10.09.2013	Underperformer	Siemens	07.05.2013	Outperformer			
Enel	31.05.2013	Marketperformer	Société Générale	04.09.2013	Outperformer			
Enel	26.02.2013	Underperformer	Société Générale	05.06.2013	Underperformer			
Evonik Industries	28.05.2013	Marketperformer	Société Générale	08.11.2012	Marketperformer			
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	28.08.2013	Outperformer	Svenska Handelsbanken	04.09.2013	Outperformer			
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	06.06.2013	Underperformer	Svenska Handelsbanken	05.06.2013	Underperformer			
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	26.02.2013	Outperformer	Svenska Handelsbanken	27.02.2013	Outperformer			
FEDERATIVE REPUBLIC OF BRAZIL	22.03.2013	Outperformer	Telecom Italia	02.08.2013	Underperformer			
FRENCH REPUBLIC	28.08.2013	Outperformer	Telecom Italia	20.06.2013	Marketperformer			
GEA Group	26.03.2013	Marketperformer	Telecom Italia	26.02.2013	Underperformer			
HELLENIC REPUBLIC	10.01.2013	Marketperformer	Telecom Italia	11.12.2012	Marketperformer			

**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**

<b>Ann-Kristin Möglich</b>	<b>Analyst ABS &amp; Structured Credits</b>	+49 - (0)69 - 74 47 - 38 18	ann-kristin.moeglich@dzbank.de
<b>Ralf Raebel, EMBA / CIAA</b>	<b>Analyst ABS &amp; Structured Credits</b>	+49 - (0)69 - 74 47 - 14 08	ralf.raebel@dzbank.de

**ANSPRECHPARTNER**

<b>Kapitalmärkte Institutionelle Kunden</b>	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
	Vertrieb Asien Institutionelle Süd	+ 65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
	Vertrieb Asien Institutionelle Nord	+ 8 52 – 2 86 43 – 1 82	Li Zhiming
	Gruppenleiter Vertrieb Zentralbanken	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 99 39 9	N.N.
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
Firmenkunden	Gruppenleiter Zentraler Vertrieb	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	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
VRB Eigengeschäft Consulting	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und FX	+ 49 – (0)69 – 7447 – 44 26	Evelyne Thiessen
	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