

# ABS & STRUCTURED CREDITS

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Alles Covered - ein Vergleich von RMBS und Covered Bonds



### ANLEIHEN

Special  
8.11.2012

### INHALT

<b>EINLEITUNG</b>	<b>2</b>
<b>GRUNDSTRUKTUR COVERED BONDS UND RMBS</b>	<b>3</b>
Covered Bonds	3
RMBS	5
Grenzfälle Multi-Cédulas, Master Trust und Covered Bonds mit RMBS	9
<b>MARKTÜBERBLICK UND PERFORMANCE</b>	<b>13</b>
Primärmarkt: Neuemissionen Covered Bonds	13
Primärmarkt: Neuemissionen RMBS	15
Sekundärmarkt: Spreadentwicklung und Bonitätstreiber von Covered Bonds	16
Sekundärmarkt: Spreadentwicklung und Bonitätstreiber von RMBS	17
<b>BONITÄTSEINSCHÄTZUNG DURCH RATINGENTUREN</b>	<b>18</b>
Rating Covered Bonds	18
Rating RMBS	19
<b>IMPRESSUM</b>	<b>21</b>

### AUTOREN

Thorsten Euler	+49 (0)69 7447 9 66 44
Jörg Homey	+49 (0)69 7447 37 14
Ann-Kristin Möglich	+49 (0)69 7447 3818
Ralf Raebel	+49 (0)69 7447 1408
Michael Spies	+49 (0)69 7447 1982

## EINLEITUNG

### **Alles Covered?**

Seit den Verwerfungen am Finanzmarkt hinsichtlich Finanzkrise und europäischer Schuldenkrise kristallisiert sich seitens der Investoren ein deutlicher Trend zu gedeckten Investments heraus. In dieser Studie sollen zwei wesentliche Vertreter dieser Gattung gegenübergestellt und einem Vergleich unterzogen werden: gedeckte Bankanleihen (Covered Bonds) und Verbriefungen (im Speziellen Residential Mortgage Backed Securities (RMBS)). Bei beiden Anleiheklassen handelt es sich um besicherte Wertpapiere. Während jedoch den Verbriefungen nach wie vor das Stigma als Verursacher der Finanzkrise anhaftet und Investoren diesen Produkten aufgrund dessen immer noch mit gewissen Vorbehalten gegenüberstehen, haben Covered Bonds während der Krise deutlich an Bedeutung zugelegt. Nachfolgend versuchen wir die Unterschiede sowie Gemeinsamkeiten dieser beiden Assetklassen herauszustellen.

### **Aufbau des Specials**

Im ersten Abschnitt betrachten wir die jeweilige Grundstruktur der einzelnen Assetklassen sowie deren Weiterentwicklungen und stellen anschließend die wesentlichen Charakteristika zum Vergleich gegenüber. Im zweiten Teil wird ein Abriss über die historische Marktentwicklung und Performance sowie ein kurzer Einblick in die Ratingmethodik gegeben. Die hierbei verwendeten Tabellen und Grafiken sollen dem Leser den Vergleich zwischen den beiden Anleiheklassen erleichtern.

### **Quellenangaben**

Diese Studie ist eine Momentaufnahme auf Grundlage der öffentlich verfügbaren Daten hinsichtlich Emissionsvolumen, Emittenten, Deckungsmasse etc. Die Daten (Zeitraum 2004 bis einschließlich H1 2012) für diese Publikation haben wir den Internetseiten der Emittenten, der Ratingagenturen Moody's, Fitch und Standard & Poor's sowie den Bereitstellern von Finanzinformationen Bloomberg und Informa entnommen.

### **Zielsetzung der Studie**

Als erste Ausgabe einer mehrteiligen Publikationsreihe liegt der Fokus in dieser Studie auf der Vermittlung der Grundzüge, Grundstruktur und Marktüberblick der unterschiedlichen Assetklassen. Nachfolgende Veröffentlichungen werden, aufbauend auf den vorangegangenen Publikationen weitere wichtige Aspekte dieser Anleihenklassen näher beleuchten (z.B. Investorenzusammensetzung bei den Assetklassen). Die Studie enthält keine Anlageempfehlungen.

### **Einführung in die Problemstellung**

### **Tabellen und Grafiken sollen Vergleich erleichtern**

### **Öffentlich verfügbare Informationen**

### **Keine Anlageempfehlungen**

## GRUNDSTRUKTUR COVERED BONDS UND RMBS

### Covered Bonds

Gedekte Bankschuldverschreibungen oder Covered Bonds bieten Investoren ein hohes Maß an Sicherheit. Investoren haben einen Anspruch gegen den Emittenten (in der Regel eine regulierte Bank oder ein Finanzinstitut mit Lizenz zur Emission von Covered Bonds). Im Fall der Insolvenz des Emittenten sind die Forderungen der Covered Bond Gläubiger durch eine Deckungsmasse besichert. Diese Deckungsmasse ist ein Portfolio, das unter anderem Darlehen, Anleihen und Einlagen bei Banken enthalten kann. Die Rückzahlung der Covered Bonds wird nach Insolvenz des Emittenten aus den Zahlungseingängen auf die Deckungswerte bestritten. Insofern ähnelt die Position der Covered Bond Gläubiger in dieser Situation einem Investment in eine Verbriefungstransaktion wie Residential Mortgage Backed Securities (RMBS).

Ein Covered Bond zeichnet sich daher allgemein ausgedrückt durch einen dualen Rückgriff (dual recourse) auf den Emittenten und nach dessen Insolvenz auf eine Deckungsmasse aus. Nur falls die Deckungsmasse nicht ausreichen sollte, um die Ansprüche der Covered Bond Gläubiger vollständig zu befriedigen, würden sich die Ansprüche der Covered Bond Investoren in Höhe ihrer Restforderungen gegen die Insolvenzmasse des Emittenten richten.

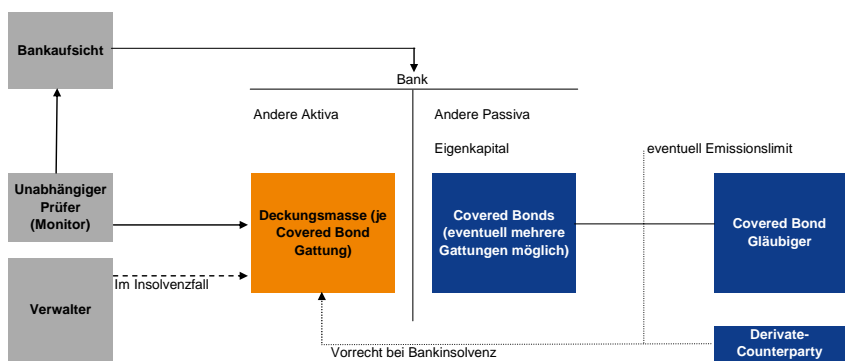
Der Covered Bond Markt wurde seit Einführung des Jumbo-Pfandbriefs um mehrere Transaktionsstrukturen bereichert. Da eine detaillierte Darstellung der Covered Bond Gesetzgebungen den Rahmen dieser Studie sprengen würde, möchten wir hier nur auf die typischen Grundelemente eingehen, die bei allen Transaktionsstrukturen mehr oder weniger gleich sind.

### Grundstruktur eines Covered Bonds

### Dual recourse

### Zahl der Covered Bond Gesetze steigt

#### TYP 1: COVERED BONDS, DIE VON UNIVERSALBANKEN AUFGELEGT WERDEN UND DEREN DECKUNGSMASSE AUF DER BILANZ DES EMITTENTEN VERBLEIBT

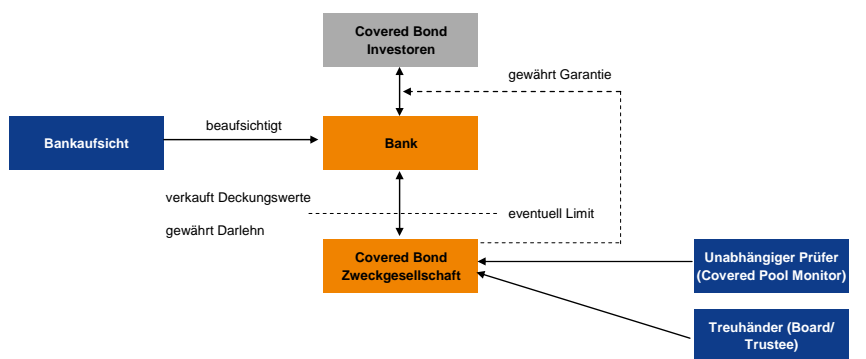


Quelle: DZ BANK

Beim ersten Covered Bond Typ führt der Emittent ein Register, in das die Deckungswerte eingetragen werden. Im Insolvenzfall des Emittenten wird anhand des Registers festgestellt, welche Vermögensgegenstände nicht in die allgemeine Konkursmasse des Emittenten fließen. Auf diesem Wege wird das Vorrecht der Covered Bond Gläubiger auf die Deckungswerte sichergestellt. Beispiele für diesen Covered Bond Typ sind deutsche Pfandbriefe oder spanische Cédulas Hipotecarias.

**Deckungswerte werden in ein Register eingetragen, die Deckungsmasse verbleibt auf der Bilanz des Emittenten**

**TYP 2: GARANTIEGEBER-MODELL**

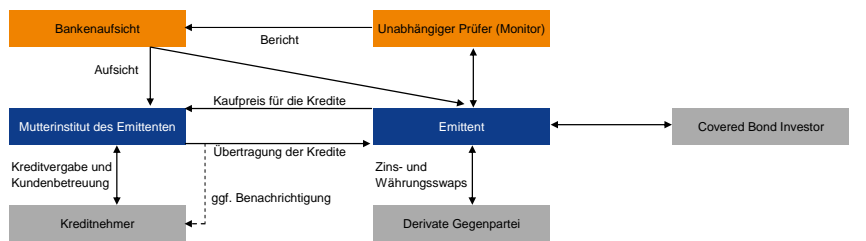


Quelle: DZ BANK

Beim Garantiegeber-Modell, dem zweiten Grundtyp für Covered Bond Transaktionsstrukturen, werden die Deckungswerte an eine Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle oder kurz SPV) übertragen. Das SPV ist unabhängig vom Emittenten. Die Insolvenz der Bank führt nicht zum Anschlusskonkurs der Zweckgesellschaft. Das SPV spricht für die von der Bank aufgelegten Anleihen eine Garantie aus, wobei das Garantieverprechen mit der Deckungsmasse unterlegt ist. Durch die Garantie wird die Anleihe zum Covered Bond. Beispiele für diesen Transaktionsstrukturtypus sind UK Covered Bonds oder Covered Bonds aus den Niederlanden.

**Zweckgesellschaft hält die Deckungswerte und spricht eine Garantie zu Gunsten der Anleihegläubiger aus**

**TYP 3: SPEZIALISIERTES FINANZINSTITUT ALS COVERED BOND EMITTENT**



Quelle: DZ BANK

Die dritte Grundstruktur ist eine Mischung aus den ersten zwei Covered Bond Typen. Der Emittent ist ein hoch spezialisiertes Finanzinstitut, dessen Geschäftsaktivitäten im Wesentlichen auf den Erwerb der Deckungswerte und deren Refinanzierung über die Ausgabe von Covered Bonds beschränkt ist. Die Bonität dieser spe-

**Spezialisiertes Finanzinstitut übernimmt das Covered Bond Geschäft innerhalb einer Bankengruppe**

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

zialisierten Finanzinstitute profitiert in der Regel von der Zugehörigkeit zu einer größeren (Bank-) Unternehmensgruppe. Beispiele für diese Covered Bond Konstruktion sind die französischen Obligations Foncières und Obligations à l'Habitat sowie die norwegischen Covered Bonds.

In allen drei Fällen ist entweder gesetzlich oder vertraglich geregelt, welche Anforderungen an die Deckungsmasse gestellt werden, wer die Einhaltung dieser Anforderungen regelmäßig kontrolliert und welche Konsequenzen der Konkurs des Emittenten nach sich zieht. Es gibt weitere Anleihegattungen, die zum Covered Bond Markt gezählt werden, wie beispielsweise spanische Multi-Cédulas oder Anleihen der französischen Caisse de Refinancement de l'Habitat (CRH), deren Transaktionsstrukturen derer von Verbriefungen teilweise sehr ähnlich sind.

Ferner ist es bei Covered Bond Programmen - unabhängig von der Wahl der Transaktionsstruktur - üblich, dass Emittenten einerseits von der Bankenaufsicht bzw. Zentralbank und andererseits von einem Monitor kontrolliert werden. Letzterer wird meist von der Bankenaufsicht bestimmt und berichtet in einem periodischen Abstand an diese. Sein Aufgabenspektrum umfasst unter anderem die Sicherstellung der Einhaltung des gesetzlichen Rahmens und der damit einhergehenden Qualitätsbedingungen an die Deckungsmasse. In einigen Ländern wird im Falle der Insolvenz der Bank eine weitere juristische Person eingesetzt, die im Falle der Insolvenz die Verwaltung des Covered Bond Programms sicherstellen soll. Der Bankenaufsicht obliegt es hingegen, das allgemeine Bankengeschäft des Emittenten bzw. der Muttergesellschaft zu überprüfen. Ferner werden ihr im periodischen Abstand nicht nur Berichte des Monitors, sondern auch des Emittenten selbst vorgelegt, um die Einhaltung des regulären Covered Bond Geschäfts sicherzustellen. Zu guter Letzt kommt der Institution nicht nur die Vergabe von Emissionslizenzen zu, die von ihr ebenfalls entzogen werden kann. Auch das Deckungsregister ist üblicherweise bei der Aufsicht angesiedelt.

Den begebenen Covered Bonds stehen als Sicherheit ein Pool an Vermögenswerten gegenüber. Dieser Deckungsstock sichert somit alles ausstehenden Anleihen in gleichem Maße ab. In einigen Ländern muss aber der Emittent für verschiedene Covered Bond Gattungen auch verschiedene Deckungsstöcke pflegen. Um sicher zu stellen, dass das Covered Bond Programm bestimmte Bedingungen, die das Gesetz an die Qualität der deckungsfähigen Vermögenswerte stellt, einhält, ist der Deckungsstock dynamisch. Der Emittent kann also Vermögenswerte aus der Deckung nehmen oder aber auch weitere hinzufügen. Nach der Insolvenz des Emittenten werden die Deckungsstöcke aber generell statisch. Ab diesem Zeitpunkt werden dem Deckungsstock keine neuen Darlehen zugesprochen, es dürfen aber auch keine Covered Bonds mehr begeben werden.

## RMBS

Unter dem Überbegriff "Asset Backed Securities" (i. w. S.) wird eine Vielzahl verschiedenartiger Verbriefungsformen zusammengefasst. Im Weiteren erfolgt eine Trennung in ABS im engeren Sinn und andere strukturierte Kreditprodukte wie u.a. RMBS. Während bei ABS im engeren Sinn am häufigsten Forderungen aus Autofinanzierungen, Kreditkarten- und Handelsforderungen sowie gewerbliche Kredite verbrieft werden, unterscheidet man bei den Mortgage Backed Securities (MBS) die

**Die drei Grundtypen werden von Spezialtypen komplettiert**

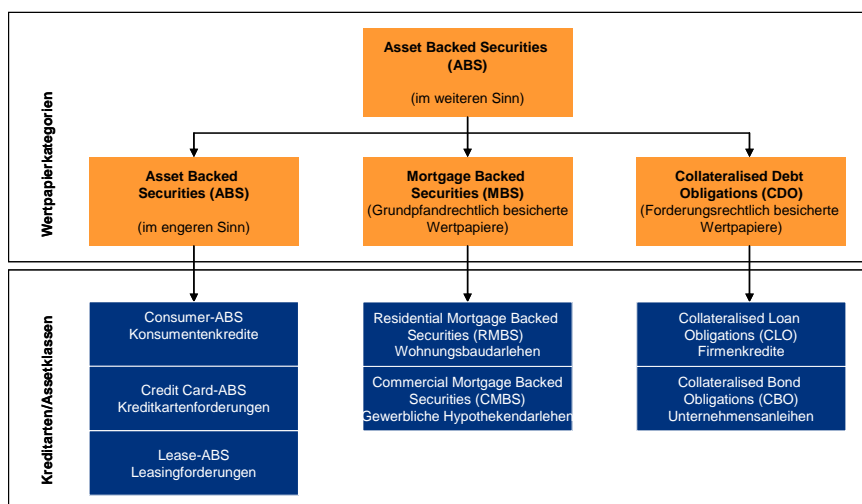
**Monitor als festes Element**

**Einem Deckungsstock stehen mehrere Covered Bonds gegenüber**

**Breites Spektrum: (fast) alles kann verbrieft werden**

verbrieften Assets generell in Wohnungsbaudarlehen (Residential Mortgage Backed Securities (RMBS)) und gewerbliche Hypothekarkredite (Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS)). Eine weitere Klasse bilden die Collateralised Debt Obligations (CDO). Bei dieser wird ein Kreditportfolio (Collateralised Loan Obligations (CLO)) oder ein Portfolio von Anleihen (Collateralised Bond Obligations (CBO)) im Rahmen einer Asset-Backed-Transaktion verbrieft. Grundsätzlich ist eine Verbriefung ein Finanzinstrument und die Art des Underlying bestimmt dessen Qualität. Im Zuge der 2007 beginnenden Subprime-Krise unterlag der ABS-Markt einigen tiefgehenden Veränderungen, wobei es auch zu einer „Einengung“ der oben beschriebenen Verbriefungsformen kam. Aktuell sind die häufigsten am Markt anzutreffenden Klassen RMBS sowie Auto- und Credit-Card ABS. Im weiteren Verlauf wird primär auf RMBS abgestellt und die Begriffe Verbriefung und RMBS werden synonym verwendet. Nachfolgend eine grafische Darstellung der unterschiedlichen Verbriefungsformen.

**ÜBERSICHT ÜBER ASSET BACKED SECURITIES**



Quelle: DZ BANK

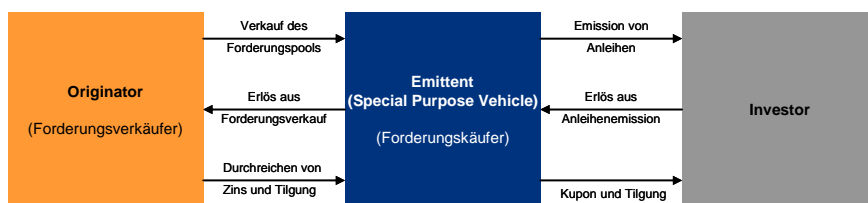
Es zeigt sich, dass der Verbriefungsmarkt im Vergleich zu anderen Rentenmarktsegmenten eine deutlich stärkere Heterogenität aufweist. Dies liegt jedoch nicht nur an den unterschiedlichen, zur Deckung verwendeten Assets, sondern auch an den vielfältigen Strukturierungsmöglichkeiten. Je nach Übertragungsvariante wird zwischen „True Sale“ und synthetischen Strukturen unterschieden. Bei einem „True Sale“ besteht die Grundidee der Forderungsverbriefung aus der Sicht des Forderungsverkäufers in der außerbilanziellen Refinanzierung seines Aktivgeschäfts. Für Banken kann dadurch zum Beispiel eine regulatorische Entlastung des bilanziellen Eigenkapitalbedarfs erfolgen. Technisch gesehen, erfolgt diese Entlastung mittels der rechtlichen Verselbständigung der Risikoaktiva, d.h. des Forderungspools („True Sale“). Diese Trennung der Forderungen vom Originator wird durch den Transfer des Forderungspools in eine Zweckgesellschaft (eine einzig für den Zweck des Ankaufs der Forderungen gegründete Gesellschaft, auch „Special Purpose Vehicle (SPV)“), erreicht. Das SPV tritt am Markt als Emittent der RMBS-Anleihe auf und zahlt mit

**Grundzüge einer Verbriefungs-Transaktion: „True Sale“ vs. synthetische Strukturen**

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

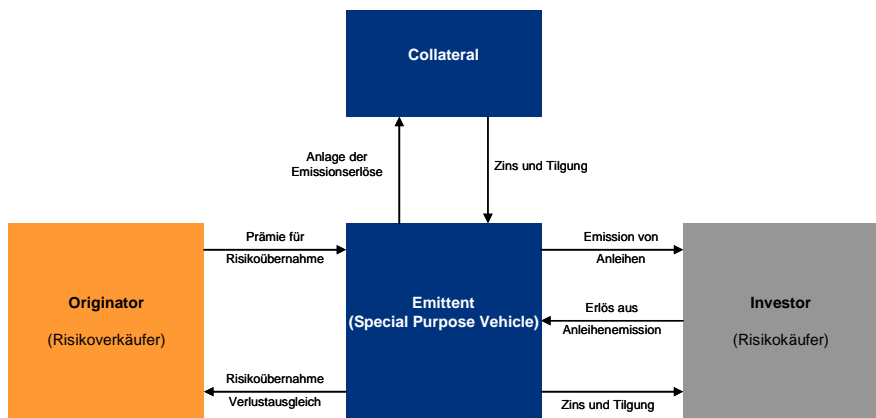
dem Erlös aus der Emission den Forderungskaufpreis an den Forderungsverkäufer („Originator“). In der anderen Richtung werden Zins- und Tilgungsleistungen aus den angekauften Kreditforderungen verwendet, um die Zins- und Tilgungsansprüche der RMBS-Investoren zu befriedigen. Diese Methodik der rechtlichen Separierung ermöglicht Investoren den Erwerb insolvenzferner Papiere, sprich das aus den Wertpapieren resultierende Risiko kommt nur aus dem zugrunde liegenden Forderungspool und nicht aus Insolvenzrisiken des Originators oder der Emissionsgesellschaften.

**GRUNDSTRUKTUR EINER VERBRIEFUNGSTRANSAKTION („TRUE SALE“)**



Quelle: DZ BANK

**GRUNDSTRUKTUR EINER VERBRIEFUNGSTRANSAKTION (SYNTHETISCH)**



Quelle: DZ BANK

Bei einer synthetischen Transaktion hingegen verbleiben die verbrieften Aktiva im Besitz des Originators. Lediglich das Risiko der Forderungen wird mittels geeigneter Übertragungsinstrumente an den Kapitalmarkt transferiert. Bei diesen Übertragungsinstrumenten handelt es sich um Kreditderivate (Credit Default Swaps (CDS)), Bürgschaften und Garantien, sprich der Originator zahlt letzten Endes dem Investor eine Prämie dafür, dass dieser dem Originator mögliche Verluste ersetzt. Mittels oben genannter Instrumente wird das Risiko an ein SPV transferiert, welches dieses meist in tranchierter Form mittels einer Credit Linked Note (CLN) am Kapitalmarkt platziert. Die Anleiheerlöse werden vom SPV bis zur Fälligkeit der Transaktion in sichere Anlagen investiert und dienen dem Originator als Barsicherheit für einen potentiellen Verlustausgleich. Dementsprechend ist auch mittels einer synthetischen Verbriefung

**Keine außerbilanzielle Refinanzierung durch synthetische Verbriefung**

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

eine regulatorische Eigenkapitalentlastung des Originators möglich, jedoch keine außerbilanzielle Refinanzierung seines Aktivgeschäfts.

Neben Originator und SPV ist bei Verbriefungen üblicherweise eine Reihe weiterer Parteien involviert. Ein Treuhänder („Trustee“) stellt dabei sicher, dass die Interessen der Anleihegläubiger gewahrt sowie die Zins- und Tilgungszahlungen ordnungsgemäß an die Investoren weitergeleitet werden. Außerdem verwaltet er die Sicherheiten in deren Namen. Üblicherweise werden RMBS-Anleihen mit variabler Verzinsung emittiert, womit es sich um eine spezifische Form von Floating Rate Notes handelt. Hierbei setzt sich der Basiszinssatz aus einem Referenzzinssatz (bei zentraleuropäischen Verbriefungen üblicherweise der 1-Monats EURIBOR bzw. der 3-Monats EURIBOR) und einem ratingabhängigen Spread zusammen. Für den Fall, dass feste Zinsströme aus dem Pool in variable umgewandelt oder Währungsrisiken ausgeschaltet werden sollen, wird eine Bank als Swappartner eingeschaltet, oder es werden andere Derivate eingesetzt. Die auf diesem Weg eingeschalteten Banken verfügen in der Regel über beste Bonitätseinstufungen der Ratingagenturen. Damit sich die Bonität der an einer Verbriefungsstruktur beteiligten Parteien nicht verschlechtert, wird üblicherweise vereinbart, dass eine Herabstufung der Gegenpartei („Counterparty“) unter ein Mindestrating dazu führt, dass die Kontrakte auf eine Bank übertragen werden, die nach wie vor über ein gefordertes Mindestrating verfügt. Alternativen zum Austausch sind das Stellen von Sicherheiten sowie die Vereinbarung von zusätzlichen Absicherungselementen.

Zur Abwicklung der Zahlungsströme zwischen Originator und Zweckgesellschaft wird ein Verwalter („Servicer“) eingeschaltet. Diese Aufgabe wird üblicherweise vom Forderungsverkäufer/Originator selbst übernommen. Auch hier sehen die Anleihebedingungen zum Schutz der Investoren einen Wechsel für den Insolvenzfall der Originatorbank vor („Backup-Servicer“).

Aufgrund der hohen Komplexität werden bei Verbriefungstransaktionen normalerweise externe Ratingagenturen eingeschaltet, die die Risiken der Struktur und des Asset-Pools sorgfältig überprüfen. Zur Erreichung eines besseren Ratings einer RMBS-Anleihe als das des zugrunde liegenden Kreditportfolios, kommen unterschiedliche Strukturelemente zum Einsatz, durch welche das Verlustrisiko reduziert bzw. verteilt wird. Diese Elemente werden auch als „Credit Enhancement“ bezeichnet. Einige der geläufigsten Instrumente werden nachfolgend näher erläutert.

Ein wichtiges Merkmal von Verbriefungen ist die Subordination. Hierunter versteht man die vertragliche Anordnung verschiedener Anleihen in einer Rangfolge. Die Ansprüche auf Zins und Tilgung der Inhaber der vorrangigsten Tranche (Senior Tranche) werden zuerst bedient. Nachfolgend werden dann Schritt für Schritt auch die nachrangigen Tranchen aus eingehenden Zahlungsströmen bedient. Die Verteilung des Zahlungsstroms gleicht insofern einem Wasserfall, da eingehende Zahlungen von „oben nach unten“ an die Inhaber der RMBS-Anleihen fließen. Mögliche Verluste hingegen werden von „unten nach oben“ verteilt, sprich zuerst werden die Verluste auf nachrangige Tranchen allokiert, bis diese „aufgebraucht“ sind. Aus diesem Grund wird die nachrangigste Tranche auch als „Erstverlusttranche (First Loss Piece)“ bezeichnet. Je nach Nachrangigkeit der Wertpapiere erhalten die Investoren eine entsprechende Verzinsung.

## **Verschiedene beteiligte Parteien**

### **Servicer verwaltet Asset-Pool**

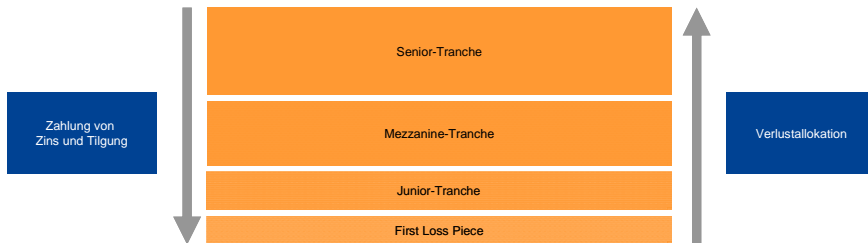
### **Strukturelemente zur Minimierung des Risikos**

### **Subordination bzw. Wasserfall-Prinzip**



---

### DAS WASSERFALL-PRINZIP



Quelle: DZ BANK

Ein weiteres Strukturelement ist der „Excess Spread“. Dieser Begriff bezeichnet die positive Differenz zwischen der Verzinsung des Portfolios auf der einen Seite und dem Zinsaufwand der Anleihe sowie den laufenden Transaktionskosten auf der anderen Seite. Dieser Zinsüberschuss wird i.d.R. gesammelt und dient den Investoren als zusätzlicher Verlustpuffer. Zusätzliche Kreditsicherheit bietet auch ein voll unterlegtes Reservekonto, auf welchem die Zweckgesellschaft Liquidität zur Verlustverrechnung sammelt. Ferner besteht i.d.R. eine barwertige Überdeckung der Transaktion ausgehend vom Anleihevolumen, sprich es steht ein höherer Nennwert an Forderungen zur Tilgung eines kleineren Volumens an Anleihen zur Verfügung. Aus dieser Übersicherung („Overcollateralisation“) folgt, dass die emittierten Anleihen auch dann vollständig zurückgezahlt werden können, sollten die verbrieften Forderungen eine um den Faktor der Überdeckung verringerte Rückzahlung aufweisen. Schließlich werden bei vielen Transaktionen noch weitere Parteien eingeschaltet, die mittels Garantien oder liquiditätssichernden Maßnahmen zu einer Bonitätsverbesserung der RMBS-Anleihen beitragen.

### Weitere Sicherungselemente

In 2005 wurden in Deutschland die rechtlichen Grundlagen für spezielle „Refinanzierungsregister“ für Verbriefungen geschaffen. In diesen wird geregelt, dass der jeweiligen übertragungsberechtigten Zweckgesellschaft, bei Eintragung der verbrieften Aktiva und Sicherheiten in das Refinanzierungsregister, ein insolvenzfester Zugriff auf die Vermögensgegenstände und Sicherheiten beim Verkäufer möglich ist.

### Refinanzierungsregister

### Grenzfälle Multi-Cédulas, Master Trust und Covered Bonds mit RMBS

#### Multi-Cédulas

Neben den Einzelemittenten gibt es im spanischen Covered Bond Markt Gemeinschaftsanleihen (Joint-Cédulas oder Multi-Cédulas), also gedeckte Anleihen, die von mehreren Kreditinstituten gemeinsam begeben werden. Hinter diesen Multi-Cédulas stehen mehrere Banken beziehungsweise Sparkassen (Cajas) als Emittenten von eigenen Cédulas, die ihre gedeckten Anleihen an eine Zweckgesellschaft verkaufen und die aus den Einzel-Cédulas entstehenden Cash Flows an diese transferieren und den damit emittierten Multi-Cédulas gegenüberstehen. Durch diese Struktur wird es auch kleineren Finanzinstituten ermöglicht, auf den internationalen Kapitalmarkt mit großvolumigen Emissionen zu treten. Die Einzel-Cédulas dienen dabei als Deckungsmasse für die Multi-Cédulas. Die Struktur ähnelt damit einer Collateral Debt Obligation (CDO) mit Bankanleihen. Hauptunterschiede zu einer CDO liegen

### Gemeinschaftsanleihen mehrerer spanischer Banken

aber einerseits im gleichrangigen Anspruch aller Investoren einer Multi-Cédula-Emission, während bei CDOs den Investoren durch Tranchierungen unterschiedlich priorisierte Ansprüche eingeräumt werden und andererseits in der Tatsache, dass bei Multi-Cédulas ein Rückgriff auf als Sicherheit dienende Single-Cédulas und somit auf die teilnehmenden Banken.

Die Multi-Cédulas werden von Ratingagenturen ebenfalls ambivalent betrachtet. So benutzt Moody's eine spezielle Methodik zur Bewertung von Multi-Cédulas und zieht diesen dem allgemeinen Covered Bond Ratingansatz vor. Die beiden anderen Agenturen S&P und Fitch benutzen für die Bonitätseinschätzung Structured Finance Methoden, die in ähnlicher Ausgestaltung auch bei strukturierten Produkten ihre Anwendung findet. Dies verdeutlicht ebenfalls die Tatsache, dass es sich bei Multi-Cédulas um einen Grenzfall handelt.

### Uneinigkeit bei Ratingagenturen

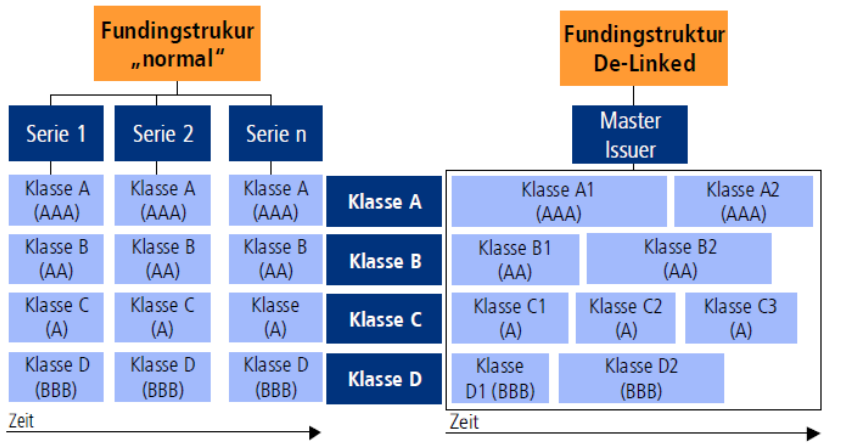
### Master Trust und De-Linked Struktur

Master Trust Strukturen zeichnen sich dadurch aus, dass sowohl vorhandene als auch zukünftig generierte Assets in einem gemeinsamen - wachsenden - Portfolio zusammenfließen, das durch „in Reihe geschaltete“ Emissionen verbrieft wird. Der Hauptunterschied einer Master Trust Struktur im Vergleich zu einer „normalen“ Verbriefungstransaktion besteht folglich darin, dass auf der Grundlage des gemeinsamen Portfolios wiederholt voneinander unabhängige Transaktionen emittiert werden, wohingegen bei den „herkömmlichen“ Verbriefungen einer Emission lediglich ein abgegrenzter Pool (statischer Pool) zugeordnet ist. Bei der Master Trust Struktur hat der Originator die Möglichkeit den Pool aufzufüllen und zu erweitern (dynamischer Pool). Jedoch sind nicht alle Forderungen für die Aufnahmen in das bestehende Portfolio geeignet. So müssen beispielsweise neu angekaufte Hypotheken ein Minimum an bestimmten Kriterien („eligibility criteria“) erfüllen (z.B. einen gewissen Beleihungswertauslauf „LTV-Level“, bestimmte Prozentsätze an selbstständigen Kreditnehmern etc.), um als neues Collateral dem Portfolio „beigemischt“ werden zu können und gleichzeitig zu gewährleisten, dass dadurch die Qualität des Pools unverändert gut bleibt. Sollten diese Anforderungen zu irgendeinem Zeitpunkt nicht mehr gewährleistet sein, ist der Originator meist dazu angehalten, diese Forderungen aus dem Portfolio zurückzukaufen.

### Multiple, voneinander unabhängige Emissionen auf Basis eines gemeinsamen, wachsenden Pools

Die einfache Master Trust Struktur wurde weiterentwickelt zu so genannten „De-Linked Strukturen“. Bei diesen können innerhalb der Struktur, wie bei einem „herkömmlichen“ Master Trust, Anleihen in den einzelnen Klassen zu verschiedenen Zeitpunkten und mit unterschiedlichen Laufzeiten nach dem „Baukastenprinzip“ begeben werden. Im De-Linked Fall jedoch ist die strenge Unterteilung in einzelne Serien aufgehoben. Nachfolgende Abbildung verdeutlicht die Unterschiede.

DE-LINKED- UND KLASSISCHE MASTER TRUST STRUKTUR IM VERGLEICH



Quelle: DZ BANK AG

**Mit RMBS gedeckte Covered Bonds**

Eine weitere Spezialität innerhalb der gedeckten Refinanzierung sind mit Verbriefungen besicherte Covered Bonds, so zu finden unter anderem in Frankreich und Italien. In Frankreich gibt es beispielsweise mit der CIF Euromortgage und der AXA Bank Europe Emittenten, die ausschließlich oder teilweise RMBS in Deckung halten. Covered Bonds mit 100% RMBS in Deckung werden im Rahmen der CRD-Richtlinie genauso behandelt wie „normale“ Covered Bonds. Ursprünglich beschränkte die CRD-Richtlinie einen Emittenten bei der Aufnahme von MBS als Deckungsmasse:

- » Senior-Tranchen von MBS, die von Verbriefungsinstituten begeben wurden, die unter EU-Richtlinien aufgesetzt wurden, können bis zu einem Beleihungsauslauf von 80% bzw. 60% (RMBS/CMBS) in Deckung genommen werden. Dafür müssen die MBS aber zu mindestens 90% aus Immobiliendarlehen (privat bzw. gewerblich) bestehen.
- » Die Summe der in Deckung genommenen Verbriefungen darf nicht größer als 20% der ausstehenden Covered Bonds sein. Diese Begrenzung gilt nicht, wenn die Verbriefungen ein AAA-Rating vorweisen dürfen.

Eine Ausnahmeregelung, der so genannte MBS-Waiver, räumte Emittenten aber die Möglichkeit ein, dem Anteil von Verbriefungen keine Deckelung zu setzen. Bei der Regelung, die ursprünglich nur bis Ende 2013 Gültigkeit haben sollte, bestand die Möglichkeit, bis zu 10% an Credit Step 1 (Mindestrating AA-) Verbriefungen eines externen Instituts als Deckungsmasse zu halten und für das restliche Deckungsvolumen ebenfalls Verbriefungen zu benutzen, solange diese

- » Credit Step 1 Verbriefungen der eigenen Gruppe sind und
- » die unter OGAW-Richtlinien (52.4) ausgeführten Aufsichtsbedingungen erfüllt werden.

**Mit RMBS gedeckte Covered Bonds unter anderem in Frankreich**

**MBS war eine Ausnahme,...**

**...die zur Regel werden soll**

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

Der Waiver wird aber nun im Rahmen der CRD IV Richtlinien nicht mehr als Ausnahmeregelung behandelt, sondern als eine fest eingebundene Regel angesehen.

Es ist unseres Erachtens nicht leicht, eine Aussage darüber zu treffen, ob Verbriefungen als Deckungsmasse von Investoren kritischer gesehen werden als Immobiliendarlehen. Die allgemeine Analyse der Deckungsmasse wird durch die Verbriefung nicht vereinfacht. Nichtsdestoweniger ist die Benutzung von Credit Step 1 bewerteten Verbriefungen als Deckungsmasse bei Geschäften mit der EZB für Emittenten und nachgelagert somit auch für Investoren von Vorteil. Da Covered Bonds bei Repogeschäften gegenüber Verbriefungen vorteilhafter benutzt werden, können diese im Falle eines Stressszenarios bei der EZB mit geringeren Abschlägen eingereicht werden und dem emittierenden Institut steht damit ein billigerer Refinanzierungskanal zur Verfügung.

Als klaren Vorteil von Verbriefungen gegenüber Hypothekendarlehen kann man anbringen, dass im Falle der Insolvenz des Emittenten und einem gleichzeitigen Notverkauf der Deckungswerte Verbriefungen aufgrund eines liquidierten Marktes leichter zu veräußern wären als Hypothekendarlehen. Dass das deutsche Gesetz bei der Umsetzung der CRD Richtlinien in nationales Recht die Deckungsfähigkeit von RMBS für Pfandbriefe nicht zulässt, zeigt aber auf, dass es durchaus auch Nachteile gibt. Denn einerseits könnte womöglich die Transparenz etwas verloren gehen, andererseits besteht die Gefahr, dass verbrieft Hypothekendarlehen nicht nach der Beleihungswertermittlungsverordnung bewertet wurden und somit das Pfandbriefgesetz verletzen.

**EZB bevorzugt Covered Bonds bei Repogeschäften**

**RMBS sollten bei Fire Sale liquider sein als Immobiliendarlehen**

**GEMEINSAMKEITEN UND UNTERSCHIEDE VON COVERED BONDS UND VERBRIEFUNGEN**

	Covered Bonds	Verbriefungen
Emittent	Abhängig von der Transaktionsstruktur kann der Emittent ein Kreditinstitut oder ein hochspezialisiertes Refinanzierungsinstitut sein, dessen Geschäftsaktivitäten im Wesentlichen auf den Erwerb der Deckungswerte und deren Refinanzierung über die Ausgabe von Covered Bonds beschränkt ist. Dabei gehört das Spezialinstitut zu einer Muttergesellschaft, die meist für das Originärgeschäft verantwortlich ist.	Der Emittent bei Verbriefungen ist eine insolvenzferne Einzweckgesellschaft, ein sog. SPV (Special Purpose Vehicle) oder SPE (Special Purpose Entity). Diese Gesellschaft wird mit dem ausschließlichen Geschäftszweck gegründet, einen bestimmten Forderungspool anzukaufen und durch Emission von Anleihen (=RMBS-Anleihen) am Kapitalmarkt zu refinanzieren.
Dynamik vs. Statik	Bei Covered Bonds ist der Deckungsstock dynamisch. Im Falle einer Verschlechterung der Deckungsmasse, kann ein Assettausch vorgenommen werden. Erst im Falle der Insolvenz des Emittenten wird der Deckungsstock statisch. Damit geht aber auch einher, dass bei einer allgemeinen Verschlechterung der Kreditqualität beim Originator die Kreditqualität der Deckungsmasse ebenfalls abnimmt.	Bei Verbriefungen ist i.d.R. der Forderungspool statisch. Eine Ausnahme hiervon sind Master Trust Strukturen. Bei diesen ist es möglich, dass der Originator den Forderungspool um weiteres Collateral ergänzt, um erneute Anleihen zu emittieren oder um das Credit Enhancement zu verbessern.
Bilanzierung des Deckungsstocks	Generell bleiben die in Deckung genommenen Darlehen auf der Bilanz des Emittenten. Auch beim Garantiegebermodell muss es erst zu einem Trigger-Event kommen, der den Transfer der Deckungsmasse zum SPV nach sich zieht. Im Insolvenzfall kommt es dann zur Abtretung und Trennung der Deckungsmasse von der Insolvenzmasse.	Die an das SPV übertragenen Forderungen verbleiben bei einem „True Sale“ nicht auf der Bilanz des Originators, sondern werden vom bzw. beim SPV bilanziert. Bei einer synthetischen Struktur hingegen verbleiben die Forderungen auf der Bilanz des Originators.
Ein Pool - ein Bond?	Allen ausstehenden Covered Bonds steht nur ein Deckungsstock gegenüber. Emittenten können/müssen sich aber bei Covered Bond Programmen auf bestimmte Gattungen beschränken und daher möglicherweise mehrere Programme aufsetzen.	Bei einer Verbriefung wird die Emission in unterschiedliche Tranchen unterteilt. Die Tranchen stehen in einem vertraglich fixierten Nachrangverhältnis („Subordination“) zueinander. Alle Tranchen werden aus demselben Forderungspool entsprechend ihrer Rangfolge mit Zins- und Tilgungszahlungen bedient.

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

	Covered Bonds	Verbriefungen
Doppelter Rückgriff	Das Hauptmerkmal von Covered Bonds ist der doppelte Rückgriff (dual recourse). Einerseits haben Investoren einen Senioranspruch gegenüber den herausgelösten Vermögenswerten innerhalb der Deckungsmasse. Sollte die Deckungsmasse zur Bedienung der Covered Bond Gläubiger nicht ausreichen, werden die Covered Bonds fällig gestellt und die Liquidationserlöse werden anteilig ausgekehrt. Ferner besteht mindestens ein „pari passu“ Anspruch des Investors gegenüber der Insolvenzmasse des Instituts. Wem die Überdeckung im Falle der Insolvenz zugesprochen wird (Covered Bond Gläubiger oder allgemeine Insolvenzmasse), ist von Land zu Land unterschiedlich geregelt.	Die Forderungen der Investoren werden ausschließlich durch die eingehenden Zahlungen aus den verbrieften Darlehen und den Verwertungserlösen aus Sicherheiten (=„asset backed“) bedient. Es besteht kein Anspruch auf die Befriedigung der Investorenforderung aus dem allgemeinen Vermögen der Sponsorinstitute. Sollten die Zahlungsströme aus dem erworbenen Forderungspool nicht ausreichen, um alle Ansprüche der Investoren zu decken, müssen die Investoren den Verlust tragen. Um dieses Verlustrisiko der Investoren zu mindern, besteht das so genannte „Credit Enhancement“ bzw. auch als „Credit Support“ (Kreditunterstützung) bezeichnet, welches einen gewissen Verlustpuffer darstellt.
Fälligkeitsstruktur	Bei Covered Bonds handelt es sich um Wertpapiere mit fester Endfälligkeit. Zwar gibt es Laufzeitverlängerungsoptionen - meistens beträgt diese ein Jahr -, genutzt wurden diese jedoch noch nie.	Bei Verbriefungstransaktionen handelt es sich um Wertpapiere mit keiner festen Endfälligkeit (keine Bullets). RMBS-Anleihen haben dementsprechend keine feste, sondern eine erwartete Fälligkeit („expected maturity“) u.a. aufgrund laufender Tilgung bzw. der amortisierenden Struktur.
Gleichbehandlung der Gläubiger	Bei Covered Bonds kommt es zu keiner Tranchierung. Daher werden alle Gläubiger gleich behandelt. Als Problem kann sich im Falle der Insolvenz des Emittenten die zeitliche Subordination bei Covered Bond Investoren ergeben.	Die ABS-Transaktionen werden in unterschiedlichen Tranchen begeben. Diese Tranchen stehen in einem Nachrangverhältnis (Subordination) zueinander. Die jeweils vorrangige Tranche wird zuerst bedient, sprich bestehende Ansprüche auf Zins- und Tilgungszahlungen der Investoren in der vorrangigen Tranche werden zuerst durch die beim SPV eingehenden Zahlungen erfüllt. Hierbei spricht man vom sog. Wasserfallprinzip.

Quelle: DZ BANK

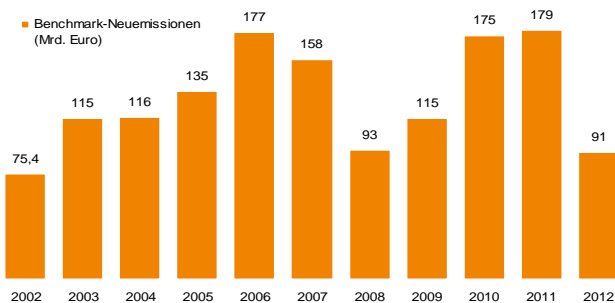
## MARKTÜBERBLICK UND PERFORMANCE

### Primärmarkt: Neuemissionen Covered Bonds

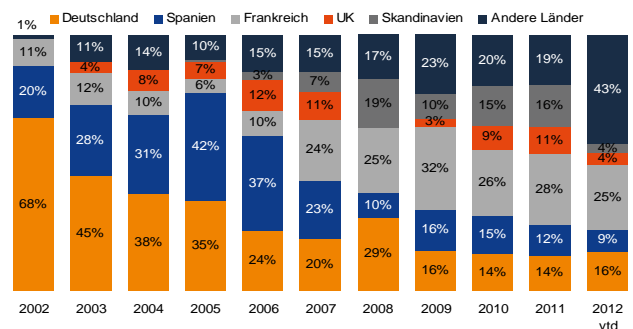
Nicht nur aufgrund der regulatorischen Bevorzugung von Covered Bonds gegenüber unbesicherten Anleihen und Verbriefungen nahm das jährliche Emissions- und Umlaufvolumen zu. Die allgemein erhöhte Risikoaversion der Investoren hat die Neuemissionen gedeckter Bankschuldverschreibungen auch von Seiten der Nachfrage vorangetrieben. So hat das Emissionsvolumen öffentlich platzierter Euro-Benchmark-Covered Bonds im vergangenen Jahr ein Rekordniveau erreicht. Im aktuellen Jahr verlief die Primärmarktaktivität aber enttäuschend.

### Primärmarktangebot enttäuscht in diesem Jahr

NEUEMISSIONEN UND AUFSTOCKUNGEN (NUR EURO-BENCHMARK COVERED BONDS, ANGABEN IN MRD. EURO)



MARKTANTEILE BEI COVERED BOND NEUEMISSIONEN (NUR EURO-BENCHMARKS, ANGABEN IN PROZENT)



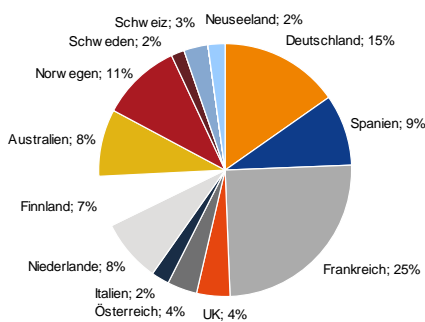
Quelle: DZ BANK; Daten bis 2009 beziehen sich auf Jumbo Covered Bonds mit einem Emissionsvolumen von 1 Mrd. Euro, ab 2010 werden öffentlich platzierte Neuemissionen und Aufstockungen von Euro-Benchmark-Anleihen mit einem Emissionsvolumen von mindestens 500 Mio. Euro berücksichtigt.

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

Externe Markteingriffe einerseits und die europäische Schuldenkrise andererseits veranlassten viele Emittenten, dem Covered Bond Markt zumindest teilweise den Rücken zu kehren. So hatten europäische Banken die Möglichkeit, sich über zwei Dreijahrestender der EZB (LTRO) billig zu refinanzieren. Daneben fiel das Neuemissionsangebot aus bestimmten Ländern geringer als erwartet aus, da der heimische, in Lokalwährung lautende Markt für die Neuemission gedeckter Anleihen bevorzugt wurde. Zu guter Letzt gab es auch in Ländern außerhalb der Euro-Zone externe Markteingriffe, die das Angebot reduzierten (z.B. Funding for Lending Scheme in Großbritannien). Nichtsdestoweniger kann der Covered Bond Markt auf eine eindrucksvolle Historie zurückblicken. Seit 2002 stieg das Neuemissionsvolumen deutlich an, obgleich die Lehman-Krise auch Auswirkungen auf den Covered Bond Markt hatte. Mit einem Neuemissionsvolumen von 179 Mrd. Euro in Euro lautenden Benchmark Covered Bonds wurde 2011 an die Jahre kurz vor der Lehman-Pleite angeknüpft. Neben dem bis Ende 2011 gestiegenen Neuemissionsvolumen ist das Covered Bond Universum aber auch durch eine zunehmende globale Diversifizierung geprägt. So können sich Covered Bond Investoren seit diesem Jahr auch im asiatisch-pazifischen Raum engagieren und sich gleichzeitig auf die Sicherheit eines Gesetzesrahmens verlassen. Australien führte im ersten Halbjahr 2012 ein Covered Bond Gesetz ein und nutzte diesen Rahmen sehr aktiv. So summierten sich die in Euro lautenden Benchmark Covered Bonds aus Down Under auf nahezu 8% aller Neuemissionen in diesem Marktsegment. Aber auch den US-Dollar Covered Bond Markt haben die vier größten australischen Banken bereits bedient. Auf dem traditionellen europäischen Markt wurde vor einigen Wochen eine der letzten Lücken geschlossen. Belgien hat ihren Banken ebenfalls einen Gesetzesrahmen zur Verfügung gestellt, der in diesem Jahr möglicherweise bereits genutzt wird.

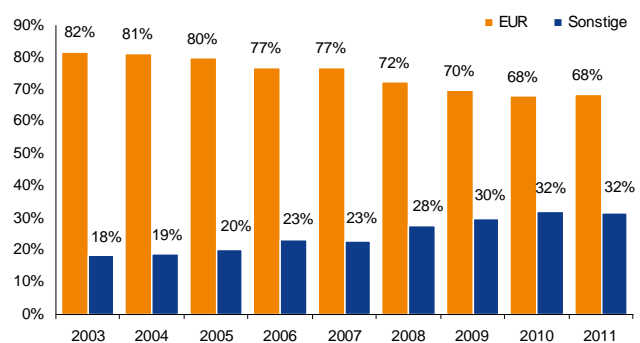
**Internationalisierung des Covered Bond Geschäfts...**

**DAS NEUEMISSIONSANGEBOT IM JAHR 2012, EURO BENCHMARK COVERED BONDS, IN %**



Quelle: DZ BANK AG

**AUSSTEHENDES VOLUMEN VON COVERED BONDS NACH WÄHRUNG, IN %**



Quelle: ECBC

Außerdem werden in Nordamerika als auch in Asien Gesetzesvorhaben vorangetrieben. Einen weiteren Diversifizierungspfad schreiten Emittenten bei der Auswahl der Emissionswährung. War bis vor einigen Jahren der in Euro lautende Covered Bond Markt der weitaus größte, ist dies aktuell zwar immer noch so. Nichtsdestoweniger nahm das in britischen Pfund, US-Dollar und AUS-Dollar emittierte Emissionsvolumen beträchtlich zu.

**...schlägt sich auch in Währungsdiversifizierung wider**

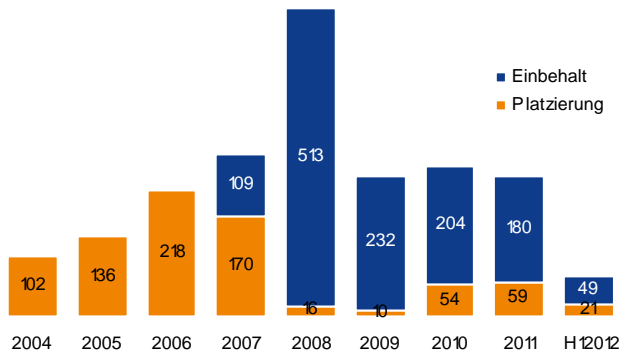
<sup>1)2)3)4)5)6)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

**Primärmarkt: Neuemissionen RMBS**

Ihren Anfang nahm die aktuelle Kreditkrise am US Subprimemarkt und den entsprechenden Verbriefungsprodukten. Obgleich US Subprime Verbriefungen nicht mit europäischen Verbriefungen vergleichbar sind, wurden dennoch zunächst alle Produkte undifferenziert in einen Topf geworfen. Dies zeigt sich deutlich im Neuemissionsvolumen der europäischen RMBS. Während das Verbriefungsvolumen in den Jahren vor der Krise kontinuierlich anstieg, war es in den Folgejahren deutlich rückläufig (siehe unten stehende Grafik links).

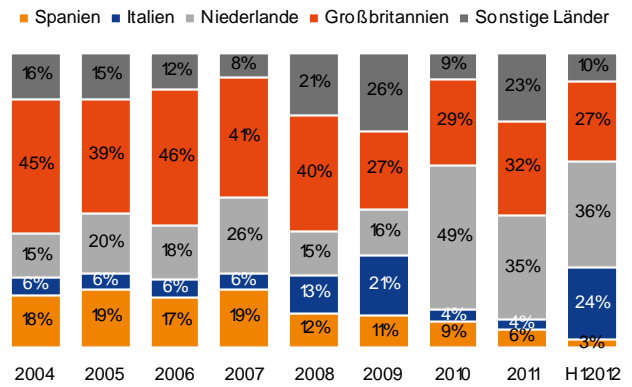
**Deutlich sichtbare Auswirkung der Krise auf das RMBS-Neuemissionsvolumen**

**NEUEMISSIONEN VON EUROPÄISCHEN RMBS IN MRD. EURO (2004-H1 2012)**



Quelle: DZ BANK AG

**MARKTANTEILE BEI EUROPÄISCHEN RMBS NEUEMISSIONEN IN PROZENT (2004-H1 2012)**



Quelle: DZ BANK AG

Zudem zeichnete sich ab 2007 ein Trend ab, welcher für die nachfolgenden Jahre von großer Bedeutung sein sollte, nämlich die Unterscheidung zwischen lediglich produziertem und dem tatsächlich platzierten (abgesetzten) Material. Fortan war das reine Gesamtvolumen der im Primärmarkt emittierten Transaktionen kein angemessener Gradmesser mehr für die Vitalität des europäischen Verbriefungsmarktes. So griffen europäische Banken angesichts ihrer Schwierigkeiten bei der Refinanzierung im „Hauptkrisenjahr 2008“ auf Verbriefungen als Collateral für Repos bei der EZB bzw. den nationalen Notenbanken (NZBs) zurück. Durch die „Repo-Produktion“ wurde daher 2008 beim RMBS-Neuemissionsvolumen ein Allzeithoch von knapp 530 Mrd. Euro erzielt, was einen Zuwachs von 90% gegenüber 2007 darstellte. Tatsächlich am Primärmarkt abgesetzt wurden davon aber schätzungsweise nur rund 3%. In der ersten Hälfte 2009 wurden sogar lediglich unter 0,5% der RMBS-Transaktionen platziert. Seit der zweiten Hälfte 2009 steigt das platzierte Volumen langsam wieder an und erzielte im ersten Halbjahr 2012 durchschnittlich rund 30%.

**Unterscheidung zwischen "produziertem" und dem tatsächlich abgesetzten Emissionsmaterial**

Bei der Auflistung der Marktanteile nach Ländern (siehe oben stehende Grafik rechts) wird deutlich, dass sich die Emittenten von RMBS schwerpunktmäßig auf Großbritannien, die Niederlande, Spanien und Italien verteilen. Die anderen europäischen Staaten nehmen hierbei eine eher untergeordnete Rolle ein, welche von sporadischen Transaktionen in einzelnen Jahren gekennzeichnet ist. Hauptemittent von RMBS war bis 2009 Großbritannien. Dies änderte sich allerdings durch die Emission von großvolumigen, jedoch zumeist einbehaltenen, niederländischen RMBS in den

**Großbritannien als Hauptemittent von den Niederlanden abgelöst**

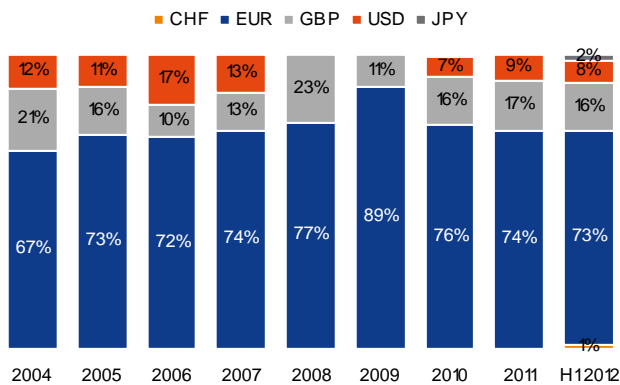
<sup>1)2)3)4)5)6)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

nachfolgenden Jahren. Dementsprechend lösten die Niederlande Großbritannien als Hauptemittent von europäischen RMBS-Transaktionen ab 2010 bis heute ab. Die Verringerung des britischen RMBS-Volumens wird unserer Meinung nach, aufgrund des „Funding for Lending Schemes“ (FLS) der Bank of England (BoE) weiter fortschreiten. Am 13. Juli hat die BoE das FLS mit Startdatum 01. August 2012 bis einschließlich 31. Januar 2014 angekündigt, um die Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen anzukurbeln. Wir gehen davon aus, dass viele „ursprüngliche“ britische Emittenten von RMBS das FLS anstelle einer RMBS-Transaktion in Anspruch nehmen werden, um sich mittels diesem günstiger zu refinanzieren.

Obgleich ein beträchtlicher Teil des Emissionsvolumens an RMBS aus Großbritannien stammt, wurden dennoch rund drei Viertel des Neuemissionsvolumens zwischen 2004 und H1 2012 in Euro emittiert (siehe unten stehende Grafik links). Ein Grund dafür war, dass britische Emittenten einzelne Tranchen von Transaktionen nicht nur in GBP, sondern, meist bei dementsprechender Investorennachfrage, auch in Fremdwährungen emittierten. Die Hauptwährungen hierbei waren EUR und USD (vgl. unten stehende Grafik rechts). Im Zuge der Subprime-Krise nahm allerdings der GBP-Anteil bei britischen RMBS-Transaktionen deutlich zu, da aufgrund des sehr illiquiden Marktes hauptsächlich „auf Halde“ produziert wurde und dementsprechend Investorenwünsche nur selten beachtet werden mussten. Auch nachdem sich der Markt langsam erholte, wurden nicht mehr so viele Tranchen in EUR emittiert, wie vor der Krise. Zwischen 2010 und 2012 verringerte sich der EUR-Anteil am britischen „Währungs-Mix“ weiterhin, was höchstwahrscheinlich auf die Schuldenkrise und deren Beeinträchtigung des Euros, vermutlich aufgrund verringerter Investorennachfrage, zurückzuführen ist.

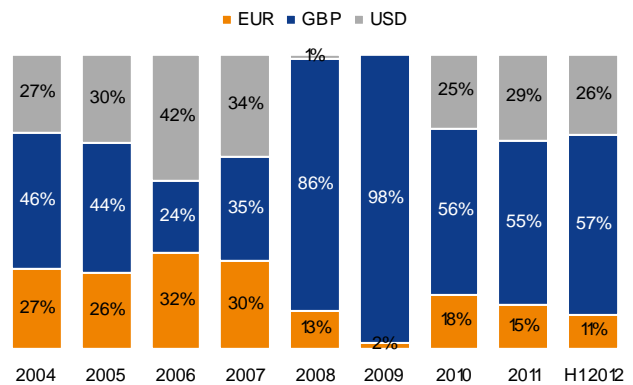
**Euro-Emissionen haben den größten Währungsanteil**

NEUEMISSIONEN VON EUROPÄISCHEN RMBS NACH WÄHRUNG, IN %



Quelle: DZ BANK AG

NEUEMISSIONEN VON UK RMBS EMITTENTEN NACH WÄHRUNG, IN %



Quelle: DZ BANK AG

**Sekundärmarkt: Spreadentwicklung und Bonitätstreiber von Covered Bonds**

Bis zum Jahr 2007 war die Spreaddiversifizierung innerhalb des Covered Bond Universums vernachlässigbar, zumeist im einstelligen Basispunktbereich. Durch die Lehmankrise setzte eine andere Risikowahrnehmung und dementsprechende Spreizung der Sekundärmarktniveaus ein, einerseits nach Jurisdiktion, andererseits aber auch nach Emittenten. Diese ist bis dato gegeben. Dabei kristallisierte sich heraus,

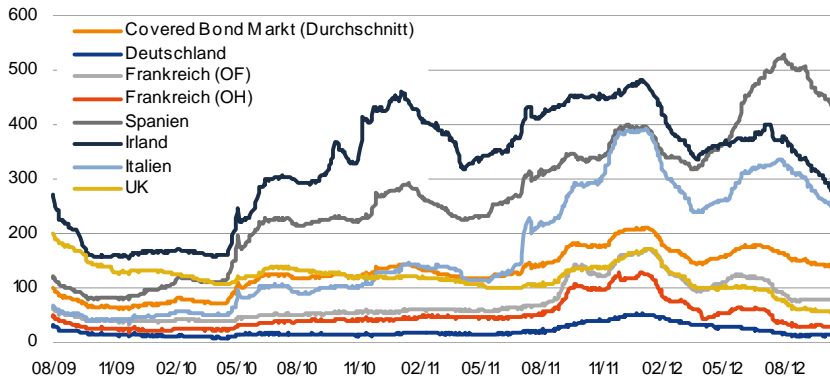
**Sehr hohe Spreadniveaus wurden erreicht...**

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



dass sich Covered Bonds zunehmend mit der Bonitätseinschätzung des Landes entwickeln und damit einhergehend Sekundärmarktniveaus erreicht wurden, die der Markt für gedeckte Anleihen bis dato nicht kannte. Die Refinanzierung durch die Ausgabe von Covered Bonds kam in einzelnen Segmenten zum Erliegen.

**SWAPSPREADS VERSCHIEDENER COVERED BOND SEGMENTE, IN BASISPUNKTEN**



Quelle: DZ BANK AG

Durch externe Eingriffe musste der Covered Bond Markt bereits wiederbelebt werden. Das erste Covered Bond Ankaufprogramm, das im Juni 2009 mit einem Kaufvolumen von 60 Mrd. Euro für die Dauer von einem Jahr implementiert wurde, konnte als großer Erfolg bewertet werden. Alleine die Ankündigung, dass sich die EZB am Covered Bond Markt engagieren will, führte dazu, dass sich die Sekundärmarktspreads verringerten und Emittenten auf nachhaltigen Renditeniveaus ihre Anleihen platzieren konnten. Im Oktober 2011 wollte die Zentralbank mit dem Nachfolgeprogramm vor allem Banken der Peripherie unter die Arme greifen. Da deren akute Liquiditätsnöte aber durch das LTRO-Programm gelindert wurden, verpuffte die Wirkung des zweiten Covered Bond Programms.

**... und drängten die EZB zum Handeln**

Es zeichnet sich weiterhin ab, dass Haupttreiber für Risikoaufschläge bei Covered Bonds „Headline“-Risiken sind. Dabei handelt es sich einerseits um die Verschlechterung der Bonität des Sitzlandes oder der Emittenten. Andererseits bestimmen externe Markteingriffe - meist unter der Verantwortung der EZB - die Entwicklung der Sekundärmarktspreads. Unseres Erachtens bleibt die Qualität der Deckungsmasse ein im Hintergrund stehender Faktor bei der Bepreisung von gedeckten Anleihen. Ferner scheinen die Bonitätsnoten und deren Verschlechterung zwar bei einigen „Rating-cliffs“ zu Zwangsverkäufen zu führen. Bei anderen Ratingstufen scheint sich die Verschlechterung der Bonitätseinschätzung nicht negativ auf die Sekundärmarktspreads auszuwirken.

**Covered Bond Markt wird weiterhin vom Makro-Bild bestimmt**

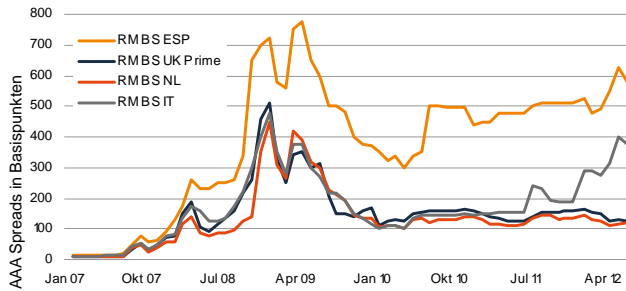
**Sekundärmarkt: Spreadentwicklung und Bonitätstreiber von RMBS**

Der Zusammenbruch des US-Subprimemarktes wurde zum Auslöser der Finanzkrise 2007 und beendete die Zeit niedriger Risikospreads über alle Assetklassen hinweg. Doch besonders stark waren die Ausschläge bei Verbriefungen, die nach der Insolvenz von Lehmann im Herbst 2008 gegen Ende des ersten Quartals 2009 his-

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

torische Höchststände erreichten. Die zunehmende Erkenntnis, dass die hohen Kursabschläge angesichts der fundamentalen Performance vieler Transaktionen weit übertrieben ausgefallen waren, leitete zu Beginn des zweiten Quartals 2009 eine Spreadrallye ein.

#### SPREADENTWICKLUNG EUROPÄISCHER RMBS (01/2007-06/2012)



Quelle: DZ BANK AG

Bis Ende Dezember 2009 hatten sich die Spreads aller europäischen RMBS um durchschnittlich 275 Basispunkte im Vergleich zum Ausgangsniveau der Rallye (den historischen Höchstständen) eingengt. Die im April 2009 einsetzende Spreadrallye endete für alle Assetklassen im Frühjahr 2010 mit dem Ausbruch der Eurokrise, so auch für Verbriefungen. Das Wiederaufleben der Krise in 2011 wirkte sich abermals negativ auf die Spreads der Südländer aus, wohingegen britische und niederländische RMBS von der „Flucht in Qualität“ seitens der Investoren in Form von weiteren Spreadengungen profitierten, ein Trend, der auch 2012 anhielt. Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass spätestens seit Frühjahr 2010 die wirtschaftlichen Probleme der Südländer und die Angst vor dem Auseinanderbrechen der Euro-Zone die Spreadentwicklung aller Anlageklassen in Europa treiben.

#### Flucht in Qualität

## BONITÄTSEINSCHÄTZUNG DURCH RATINGENTUREN

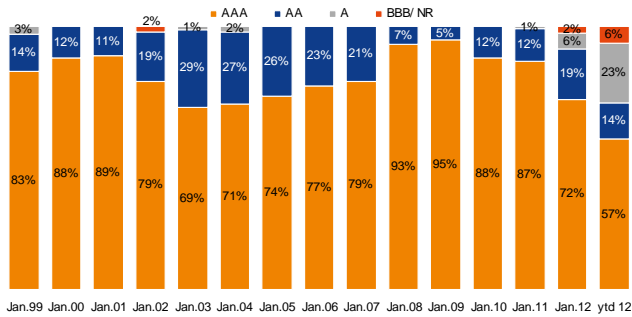
### Rating Covered Bonds

Grob zusammengefasst lässt sich folgendes festhalten: Die Mehrheit der Covered Bond Programme verfügt derzeit nach wie vor über die Bestnote Aaa/ AAA. Allerdings stehen die Bonitätsnoten der gedeckten Bankschuldverschreibungen unter Druck. Der Anteil der nicht mit der Bestnote bewerteten Covered Bonds stieg in den vergangenen Jahren kontinuierlich. Hauptgrund sind die durch die Staatsschuldenkrise unter Druck geratenen Bonitätsnoten der Emittenten. Eine Verschlechterung der Qualität der Deckungsmasse wurde nur in wenigen Fällen als Begründung für die Herabstufung von Covered Bond Programmen genannt. Vielmehr werden Covered Bond Ratings in mindestens zweierlei Hinsicht durch die Bonität des Landes beschränkt. Denn einerseits nehmen Ratingagenturen an, dass das Rating eines Covered Bonds nur eine bestimmte Anzahl von Stufen über dem Sovereign-Rating liegen kann. Andererseits geht mit einer Herabstufung des Landes zunehmender

#### Covered Bond Ratings sind unter Druck

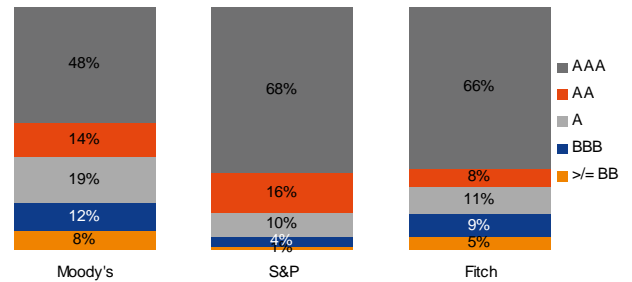
Druck auf die Bonität der Banken einher. Da das Rating für gedeckte Anleihen wiederum direkt mit dem des Emittenten zusammenhängt, wird der Druck in einem gewissen Maße an die Covered Bonds übergeben. Und je schlechter die Bonitätseinschätzung der Bank, umso höher der Druck auf die Covered Bond Ratings.

**DIE RATING-ZUSAMMENSETZUNG DES €IBOXX COVERED BOND INDEX**



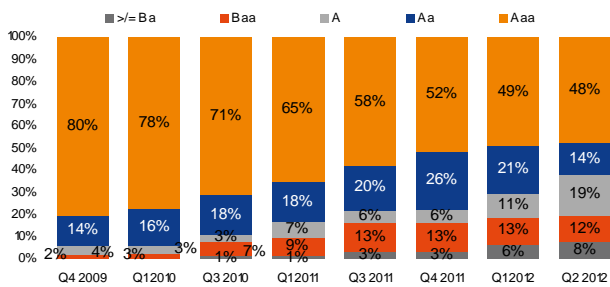
Quelle: Markt

**COVERED BOND RATINGVERTEILUNG NACH RATINGAGENTUR**



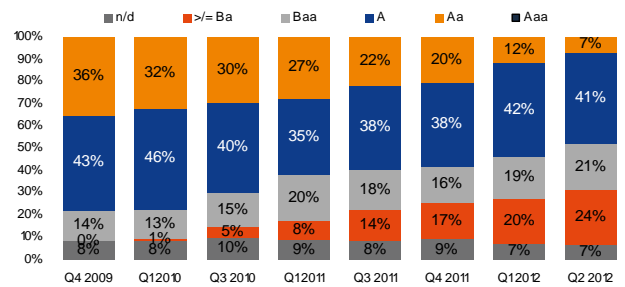
Quelle: Moody's, S&P, Fitch

**ENTWICKLUNG DER COVERED BOND RATINGS BEI MOODY'S**



Quelle: Moody's

**ENTWICKLUNG DER EMITTENTEN-RATINGS BEI MOODY'S**



Quelle: Moody's

**Rating RMBS**

Bei einem Rating von Verbriefungen wird hauptsächlich auf Credit Enhancement Überlegungen und demzufolge die Stellung der jeweiligen RMBS-Anleihe in der Kapitalstruktur abgestellt. Für Investoren ist das Rating ein zentraler Bestandteil bei der Investitionsentscheidung und daher werden an Ratings hohe Anforderungen bzgl. Transparenz und Qualität gestellt. Alle platzierten RMBS-Transaktionen tragen mindestens ein Rating der drei großen Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's oder Fitch. Generell besitzen alle Ratingagenturen Asset-Klassen spezifische Modelle, die an die jeweils zu verbriefende Forderungsart angepasst sind. Für strukturierte Finanzprodukte verwendet beispielsweise S&P eine auf fünf Schlüsselbereichen basierende Ratingmethodik. Hierzu zählen die Kreditqualität der verbrieften Vermögenswerte, das rechtliche und regulatorische Risiko, Tilgungspläne, operationelles und administratives Risiko sowie Kontrahentenrisiken. Generell besteht die Ratinganalyse von Verbriefungstransaktionen aus zwei zentralen Teilen. Zum einen aus der Analyse der Transaktionsstruktur (qualitativ) und zum anderen aus der Bewertung der Assets im Portfolio (quantitativ).

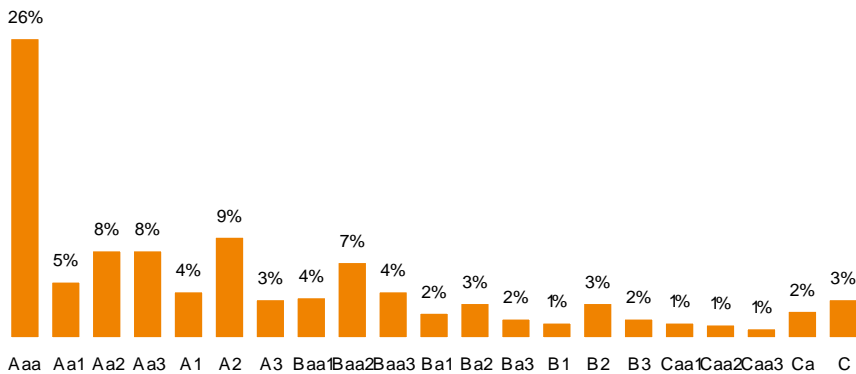
**Ratinggrundlagen**

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

Eine Verbriefungstransaktion besitzt mehr als ein Rating. Bei einer Verbriefung wird die Emission in unterschiedliche Tranchen unterteilt, welche in einem vertraglich fixierten Nachrangverhältnis („Subordination“) zueinander stehen. Alle Tranchen werden aus demselben Forderungspool entsprechend ihrer Rangfolge mit Zins- und Tilgungszahlungen bedient. Aufgrund dessen weisen die subordinierten Tranchen, die zuletzt mit Zins- und Tilgungszahlungen bedient werden, ein schlechteres Rating als die oberen Tranchen auf. Im Zuge der US-Subprime-Krise gerieten weltweit die Ratings, insbesondere von Verbriefungen, unter Druck. In Folge dessen wurden die Ratings in den nachfolgenden Jahren „vorsichtiger“ vergeben. Darüber hinaus dürfen Ratings von Verbriefungen aufgrund des so genannten „Country Ceiling“ (entspricht einer Ratingobergrenze) nur maximal 6 Notches über dem Kreditrating des jeweiligen Staates liegen. Die Ausprägung der Verbindung zwischen dem Risiko des Staates und des jeweiligen Verbriefungsproduktes ist umso stärker, je abhängiger die Performance der Vermögenswerte im Portfolio von der Leistungsfähigkeit des Staats- und Finanzsektors ist. Für Verbriefungen, die eine starke Abhängigkeit von der Performance des Staats- und Finanzsektor aufweisen, ist die Erreichung eines Maximalratings von 6 Notches über dem Staatsrating eher unwahrscheinlich. Dementsprechend verteilt sich das Rating von RMBS breiter über alle Ratingstufen als bei Covered Bonds. Bei der unten dargestellten Ratinggrafik ist es wesentlich zu erwähnen, dass es sich hierbei um eine Verteilung handelt, die nach Anzahl der vergebenen Ratings gewichtet wurde. Bei RMBS nimmt die AAA-Tranche jedoch meist über 90% des emittierten Volumens ein. Dementsprechend höher fällt der AAA-Anteil unter Einbezug des emittierten Volumens aus.

**Subordination und Country Ceiling als Ursache für eine breitere Ratingverteilung**

RATINGVERTEILUNG VON EUROPÄISCHEN RMBS IN 2011 (IN %)



Quelle: Moody's, DZ BANK AG

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

**IMPRESSUM**

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main  
 Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Thomas Ullrich, Frank Westhoff  
 Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft  
 Verantwortlich: Dr. Jan Holthusen, Leiter Fixed Income Research, Tel.: +49 (0)69 7447 6163, E-Mail: jan.holthusen@dzbank.de  
 © DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2012  
 Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

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

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

**ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE**

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

**VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN**

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

**VERGÜTUNG DER ANALYSTEN**

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

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

Die DZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

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

Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.

- 5) halten Aktien des analysierten Emittenten im Handelsbestand.
- 6) haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.

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

**DISCLAIMER**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Dieses Research-Dokument wird US-amerikanischen Investoren durch die DZ BANK gemäß Vorschrift 15a-6 des *Securities and Exchange Act of 1934* zur Verfügung gestellt. Im Falle von Aktienresearch geschieht dies in Kooperation mit Auerbach Grayson and Company, Inc., ein in den USA registrierter Broker-Dealer („Auerbach“). Die Verteilung an US Investoren erfolgt entweder durch Auerbach, entsprechend der Vorschriften der „Financial Industry Regulatory Authority“ der USA oder direkt durch die DZ BANK an große institutionelle Investoren entsprechend der Definition in Vorschrift 15a-6. Im Falle einer direkten Verteilung durch die DZ BANK ist es ausschließlich dazu bestimmt, von diesen gelesen zu werden. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die in diesem Dokument analysiert werden, muss bei Auerbach platziert werden. Sie erreichen Auerbach in der 25 West 45th Street, New York, NY 10036, 212-557-4444. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von Analysten verfasst, für die möglicherweise keine Vorschriften über die Erstellung von Analysen und die Unabhängigkeit von Research-Analysten gelten, die den Vorschriften entsprechen, die in den Vereinigten Staaten gelten. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind diejenigen der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments und können ohne Mitteilung geändert werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der DZ BANK aus Quellen zusammengestellt, die als zuverlässig eingeschätzt wurden; es übernimmt jedoch weder die DZ BANK noch ihre Tochtergesellschaften noch irgendeine andere Person ausdrücklich oder stillschweigend irgendwelche Garantien oder Gewährleistungen bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit dieses Dokuments. Im Anwendungsbereich der bundesrechtlichen Rechtsvorschriften der Vereinigten Staaten von Amerika (USA) oder dem Recht der Einzelstaaten der USA geht der vorstehende Garantie-, Haftungs- und Gewährleistungsausschluss der Klausel zum Haftungsausschluss oben in Ziffer 1 d) vor. Die in diesem Dokument analysierten Wertpapiere/ADRS sind entweder an einer US-amerikanischen Börse notiert bzw. werden am US-amerikanischen Over-the-Counter-Markt oder ausschließlich am Devisenmarkt gehandelt. Diejenigen Wertpapiere, die nicht in den USA registriert sind, dürfen nicht innerhalb der USA oder US-amerikanischen Personen angeboten oder innerhalb der USA oder an US-amerikanische Personen verkauft werden (im Sinne von *Regulation S* und gemäß *Securities Act of 1933* (das „Wertpapiergesetz“), es sei denn, es liegt eine Ausnahme entsprechend des Wertpapiergesetzes vor. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar und weder dieses Dokument noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitigen Verpflichtung irgendeiner Art. Darüber hinaus ist es nicht zulässig, sich im Zusammenhang mit irgendeinem Vertrag oder einer anderweitigen Verpflichtung auf dieses Dokument oder irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile zu stützen.

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

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

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

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

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

5.a) **Hinweis:** Sämtliche 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	12.09.2012	Underperformer	KINGDOM OF SPAIN	03.09.2012	Marketperformer	TeliaSonera	02.02.2012	Underperformer
ABN AMRO Bank	12.04.2012	Outperformer	KINGDOM OF SPAIN	30.03.2012	Underperformer	Tesco	27.01.2012	Underperformer
ABN AMRO Bank	25.01.2012	Underperformer	KINGDOM OF SPAIN	13.03.2012	Marketperformer	ThyssenKrupp	07.12.2011	Marketperformer
Allied Irish Banks	12.09.2012	Outperformer	KINGDOM OF SPAIN	31.01.2012	Outperformer	UBS	12.09.2012	Underperformer
Allied Irish Banks	12.04.2012	Underperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	12.09.2012	Underperformer	UNITED MEXICAN STATES	29.06.2012	Marketperformer
Allied Irish Banks	25.01.2012	Outperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	03.09.2012	Marketperformer	UNITED MEXICAN STATES	15.03.2012	Underperformer
ArcelorMittal	06.08.2012	Underperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	18.07.2012	Outperformer	UNITED MEXICAN STATES	15.12.2011	Outperformer
BBVA	12.09.2012	Outperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	31.01.2012	Marketperformer	Unicredit	12.09.2012	Outperformer
BBVA	12.04.2012	Underperformer	Koninklijke KPN	24.10.2012	Underperformer	Unicredit	12.04.2012	Underperformer
BBVA	25.01.2012	Outperformer	Landesbank Baden-Württemberg	12.09.2012	Underperformer	Unicredit	25.01.2012	Outperformer
BNP Paribas	12.09.2012	Underperformer	Landesbank Baden-Württemberg	25.01.2012	Marketperformer	Veolia Environnement	02.08.2012	Underperformer
BNP Paribas	25.01.2012	Marketperformer	Lanxess	07.08.2012	Marketperformer			
Banca Monte dei Paschi di Siena	12.09.2012	Outperformer	Lloyds Banking Group	01.11.2012	Outperformer			
Banca Monte dei Paschi di Siena	29.03.2012	Underperformer	Lloyds Banking Group	03.05.2012	Marketperformer			
Banca Monte dei Paschi di Siena	25.01.2012	Outperformer	Lloyds Banking Group	12.04.2012	Underperformer			
Banco Commercial Portugues	12.09.2012	Outperformer	Lloyds Banking Group	24.02.2012	Outperformer			
Banco Espirito Santo	12.09.2012	Outperformer	Lloyds Banking Group	25.01.2012	Outperformer			
Banco Popular Espa?ol	12.09.2012	Outperformer	Mediobanca	12.09.2012	Outperformer			
Banco Popular Espa?ol	12.04.2012	Underperformer	Mediobanca	12.04.2012	Underperformer			
Banco Popular Espa?ol	25.01.2012	Outperformer	Mediobanca	25.01.2012	Outperformer			
Banco Santander	12.09.2012	Outperformer	Metro	18.01.2012	Marketperformer			
Banco Santander	12.04.2012	Underperformer	NORD/LB	12.09.2012	Underperformer			
Banco Santander	25.01.2012	Outperformer	Nordea	12.09.2012	Underperformer			
Bank of Ireland	12.09.2012	Outperformer	Nordea	12.04.2012	Outperformer			
Bank of Ireland	12.04.2012	Underperformer	Nordea	24.01.2012	Underperformer			
Bank of Ireland	25.01.2012	Outperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	12.07.2012	Outperformer			
Barclays Bank	06.07.2012	Underperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	05.07.2012	Marketperformer			
Bayerische Landesbank	12.09.2012	Underperformer	Pohjola Bank	12.09.2012	Underperformer			
Bayerische Landesbank	25.01.2012	Marketperformer	Pohjola Bank	12.04.2012	Outperformer			
Bayerische Landesbank	17.11.2011	Underperformer	Pohjola Bank	25.01.2012	Underperformer			
British American Tobacco	27.01.2012	Underperformer	Porsche SE	27.06.2012	Marketperformer			
CZECH REPUBLIC	07.09.2012	Outperformer	Portugal Telecom	14.09.2012	Outperformer			
CZECH REPUBLIC	24.04.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	12.09.2012	Underperformer			
Carrefour	22.10.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	03.09.2012	Marketperformer			
Commerzbank	25.01.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF FINLAND	12.09.2012	Underperformer			
Credit Suisse	12.09.2012	Underperformer	REPUBLIC OF FINLAND	03.09.2012	Marketperformer			
Crédit Agricole	12.09.2012	Outperformer	REPUBLIC OF FINLAND	02.05.2012	Outperformer			
Crédit Agricole	10.08.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF FINLAND	31.01.2012	Marketperformer			
Crédit Agricole	11.05.2012	Underperformer	REPUBLIC OF IRELAND	13.03.2012	Marketperformer			
Crédit Agricole	12.04.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF IRELAND	12.03.2012	Outperformer			
Crédit Agricole	25.01.2012	Outperformer	REPUBLIC OF IRELAND	31.01.2012	Outperformer			
DNB Bank Group	12.09.2012	Underperformer	REPUBLIC OF IRELAND	18.01.2012	Marketperformer			
DNB Bank Group	12.04.2012	Outperformer	REPUBLIC OF ITALY	12.09.2012	Outperformer			
DNB Bank Group	25.01.2012	Underperformer	REPUBLIC OF ITALY	03.09.2012	Marketperformer			
Danske Bank	25.01.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF ITALY	02.05.2012	Underperformer			
Deutsche Bahn	31.07.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF ITALY	30.03.2012	Outperformer			
Deutsche Bank	12.09.2012	Underperformer	REPUBLIC OF ITALY	13.03.2012	Marketperformer			
Deutsche Pfandbriefbank	22.08.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF ITALY	02.02.2012	Outperformer			
Dexia Group	12.09.2012	Outperformer	REPUBLIC OF POLAND	07.09.2012	Marketperformer			
Dexia Group	12.04.2012	Underperformer	REPUBLIC OF POLAND	15.12.2011	Outperformer			
Dexia Group	25.01.2012	Outperformer	REPUBLIC OF TURKEY	29.06.2012	Outperformer			
Enel	14.09.2012	Marketperformer	REPUBLIC OF TURKEY	15.03.2012	Marketperformer			
Enel	09.03.2012	Underperformer	ROMANIA	29.06.2012	Underperformer			
Enel	27.01.2012	Outperformer	ROMANIA	15.12.2011	Marketperformer			
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	12.09.2012	Underperformer	RUSSIAN FEDERATION	07.09.2012	Marketperformer			
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	18.07.2012	Marketperformer	RUSSIAN FEDERATION	15.03.2012	Outperformer			
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	02.05.2012	Outperformer	RUSSIAN FEDERATION	15.12.2011	Marketperformer			
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	13.03.2012	Marketperformer	Rabobank	12.09.2012	Underperformer			
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	31.01.2012	Underperformer	Rabobank	12.04.2012	Outperformer			
FEDERATIVE REPUBLIC OF BRAZIL	29.06.2012	Marketperformer	Rabobank	25.01.2012	Underperformer			
FEDERATIVE REPUBLIC OF BRAZIL	15.03.2012	Underperformer	Roche	02.02.2012	Underperformer			
FRENCH REPUBLIC	03.09.2012	Marketperformer	Royal Bank of Scotland	02.11.2012	Outperformer			
FRENCH REPUBLIC	18.07.2012	Outperformer	Royal Bank of Scotland	04.05.2012	Marketperformer			
FRENCH REPUBLIC	06.06.2012	Marketperformer	Royal Bank of Scotland	12.04.2012	Underperformer			
FRENCH REPUBLIC	13.03.2012	Underperformer	Royal Bank of Scotland	25.01.2012	Outperformer			
FRENCH REPUBLIC	31.01.2012	Marketperformer	SEB	12.09.2012	Underperformer			
France Telecom	29.10.2012	Underperformer	SEB	12.04.2012	Outperformer			
France Telecom	26.07.2012	Marketperformer	SEB	25.01.2012	Underperformer			
France Telecom	07.05.2012	Outperformer	SNS Bank	31.05.2012	Underperformer			
HSBC Holdings	12.09.2012	Underperformer	SNS Bank	25.01.2012	Marketperformer			
HSBC Holdings	12.04.2012	Outperformer	Siemens	27.04.2012	Marketperformer			
HSBC Holdings	25.01.2012	Underperformer	Siemens	25.01.2012	Underperformer			
HSB Nordbank	03.09.2012	Underperformer	Société Générale	12.09.2012	Outperformer			
Henkel	27.01.2012	Underperformer	Société Générale	12.04.2012	Marketperformer			
ING Bank	12.09.2012	Marketperformer	Société Générale	25.01.2012	Outperformer			
ING Bank	12.04.2012	Outperformer	Svenska Handelsbanken	12.09.2012	Underperformer			
ING Bank	25.01.2012	Underperformer	Svenska Handelsbanken	12.04.2012	Outperformer			
Iberdrola	14.09.2012	Outperformer	Svenska Handelsbanken	25.01.2012	Underperformer			
Iberdrola	15.03.2012	Marketperformer	TUI	15.02.2012	Marketperformer			
Iberdrola	27.01.2012	Outperformer	Telecom Italia	14.09.2012	Outperformer			
Intesa Sanpaolo	12.09.2012	Outperformer	Telecom Italia	18.07.2012	Underperformer			
Intesa Sanpaolo	12.04.2012	Underperformer	Telecom Italia	07.03.2012	Marketperformer			
Intesa Sanpaolo	25.01.2012	Outperformer	Telecom Italia	26.01.2012	Outperformer			
JP Morgan Chase & Co	12.09.2012	Underperformer	Telefónica	14.09.2012	Outperformer			
JP Morgan Chase & Co	12.04.2012	Outperformer	Telefónica	21.06.2012	Underperformer			
JP Morgan Chase & Co	25.01.2012	Underperformer	Telefónica	15.03.2012	Marketperformer			
KINGDOM OF BELGIUM	12.09.2012	Outperformer	Telefónica	08.02.2012	Outperformer			
KINGDOM OF BELGIUM	03.09.2012	Marketperformer	Telefónica	27.01.2012	Marketperformer			
KINGDOM OF BELGIUM	18.07.2012	Outperformer	Telefónica	02.01.2012	Underperformer			
KINGDOM OF BELGIUM	05.07.2012	Marketperformer	Telekom Austria	01.03.2012	Marketperformer			
KINGDOM OF SPAIN	12.09.2012	Outperformer	TeliaSonera	19.04.2012	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>Analystin Structured Credits</b>	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 18	ann-kristin.moeglich@dzbank.de
<b>Michael Spies</b>	<b>Analyst Covered Bonds</b>	+49 – (0)69 – 74 47 – 19 82	michael.spies@dzbank.de

## ANSPRECHPARTNER

<b>Kapitalmärkte Kunden Deutschland / Österreich</b>	Bereichsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Sales Institutionelle Kunden	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Sales Institutionelle Deutschland	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 18 36	Thorsten Göttel
	Gruppenleiter Institutionelle Banken und Österreich	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
Sales Banken	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Gruppenleiter Nord/Ost	+ 49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Gruppenleiter Bayern	+ 49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Gruppenleiter Mitte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
	Gruppenleiter Zentral	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
Sales Firmenkunden	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Geldmarkt- und Anlagemanagement	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 18 50	Hans-J. Gretscher
	Gruppenleiter Handel Mittelstandskunden	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 43 54	Klaus Langer
	Gruppenleiter Corporate Solutions	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstandskunden	+ 49 – (0)69 – 7447 – 44 26	Evelyne Thiessen
Consulting / Advisory	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
<b>Treasury</b>	Gruppenleiter Liquidität Verbund	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 12 16	Marianne Höhler
<b>Kapitalmärkte Privatkunden</b>	Gruppenleiter Retailsales Nord	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 71 26	Jörg Hartmann
	Gruppenleiter Retailsales Süd	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 34	Daniel Furchert
	Gruppenleiter Sales Drittmarkt	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 36 7	Markus Reitmeier
	Gruppenleiter Handel Zinsprodukte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 68 20	Samuel Siegmann
<b>Kapitalmärkte internationale Kunden</b>	Bereichsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 99 09 9	Frank Scheidig
Sales Europa	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 90 15 1	Marc Brugman
	Gruppenleiter Westeuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 28 39	Marco Kubatzki
	Gruppenleiter Südeuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 34 50	Paola Schmauss-Cortés
	Gruppenleiter Nordeuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Zentralbanken	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 99 39 9	Pavel Jansta
Sales Emerging Markets	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Western European Clients	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 18	N.N.
	Gruppenleiter Zentral- und Osteuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 41 0	Christoph Ott
Sales Asien	Abteilungsleiterin	+ 8 52 – 2 86 43 – 3 18	Chin Yee Aw
	Gruppenleiter Singapore	+ 65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
	Gruppenleiter Hong Kong	+ 8 52 – 2 86 43 – 1 82	Li Zhi Ming
<b>Origination</b>	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 49 97	Arnold Fohler
	Gruppenleiter Financials Deutschland	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 48 00	Jörg Müller
	Gruppenleiter Financials Ausland	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai-Henning Poerschke
	Gruppenleiter Corporates	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter