

ABS & Structured Credits

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Asset Backed Watcher

Top Story: „ESBies – neues Mega-Segment oder Structured Finance

Fata Morgana

- » In unserer letzten Ausgabe haben wir „European Safe Bonds“ (ESBies) als ein potenzielles Wachstumsfeld für den europäischen ABS-Markt angeführt. Das Marktvolumen für ESBies wird auf rund 4,2 Bio. Euro taxiert. Erwächst damit am Horizont ein neues Mega-Segment? ESBies gelten aufgrund ihrer Konzeption als extrem sicher. Ist die angedachte Struktur tatsächlich so krisenfest oder handelt es sich eher um eine Art „Structured Finance Fata Morgana“? Nachfolgend geben wir unsere Gedanken und Einschätzungen zu ESBies wieder.

Primär- und Sekundärmarkt

- » Bei weiterhin positivem Marktsektiment entwickelte sich der ABS-Primärmarkt im Februar etwas volumenstärker als im Vormonat. Mit insgesamt 18 Transaktionen in Höhe von rund 13,8 Mrd. Euro lag der Februarwert etwa 5,6 Mrd. Euro über dem Januarwert. An den hohen Vorjahreswert von 28,2 Mrd. Euro konnte allerdings nicht angeknüpft werden. Neben den Neuemissionen wurde die A-Tranche der „Grecale 2015-1“ in Höhe von 407,1 Mio. Euro wiedervermarktet und stieß auf rege Nachfrage. Die Vermarktungsquote lag im Februar bei 46%.
- » Der Sekundärmarkt zog bis zur ABS-Konferenz in Las Vegas Ende Februar auf breiter Front an. UK Buy-To-Let waren stark nachgefragt, wie auch die zuletzt gepreisten Euro-Transaktionen, die auf neuen Höchstkursen handeln. Grundsätzlich herrscht weiterhin eine gute Nachfrage nach holländischen RMBS und das geringe Angebot führt zu engen Spreads. Zudem haben die Anfragen nach französischen RMBS zugenommen. An der CLO-Front wechseln die Papiere auch fleißig die Besitzer. Die AAAs und AAs aus dem 2.0-Segment preisen auf Refinanzierung bereits ähnlich dem Niveau der CLO 1.0 Transaktionen. Trotzdem sind die Investoren hier fleißig auf der Suche nach „running coupons“.

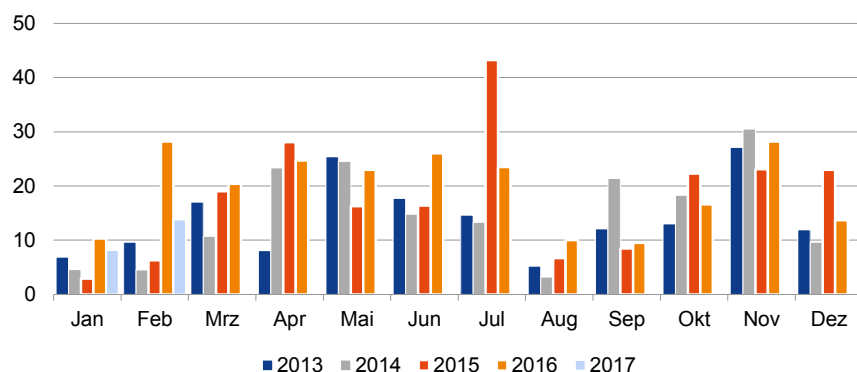
ANLEIHEN

monatlich
Fertiggestellt:
13.3.2017 15:47 Uhr

INHALT

ESBIES – NEUES MEGA-SEGMENT ODER STRUCTURED FINANCE FATA MORGANA	2
Die Idee der ESBies	2
Die ESBies als Teil einer „Sovereign Backed Bonds“-Struktur	3
Grundlegende Anmerkungen zur Konzeption	4
Anmerkungen zu einzelnen Detailfragen der SBB-Konzeption	7
ABS MARKT IM FEBRUAR (1)	11
ABS MARKT IM FEBRUAR (2)	12
WIEDERVERMARKTETE TRANSAKTIONEN IM FEBRUAR	13
NEUEMISSIONEN IM FEBRUAR	13
ABS	14
RMBS & CMBS	15
CDO	19
AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN IM FEBRUAR	22
I. IMPRESSUM	32

EMISSIONSVOLUMEN DES EUROPÄISCHEN STRUCTURED FINANCE MARKTES
IN MRD. EUR



Quelle: DZ BANK Research

Editor:
Ralf Raebel, EMBA /CIA /CREA, ANALYST/IN

ESBIES – NEUES MEGA-SEGMENT ODER STRUCTURED FINANCE FATA MORGANA

In unserer letzten Ausgabe haben wir als ein potenzielles Wachstumsfeld für den europäischen ABS-Markt neue Anwendungsgebiete für Verbriefungen, unter anderem in Form von „European Safe Bonds“ (ESBies) oder auch „Sovereign Backed Bonds“ (SBB) angeführt. ESBies gehen zurück auf ein im September 2016 vorgestelltes Arbeitspapier des „European Systemic Risk Board“ (ESRB). Das potenzielle Marktvolumen für ESBies im Rahmen der künftigen mittelbaren Staatsfinanzierung der Euroländer taxieren die Autoren auf rund 4,2 Bio. Euro. Dies entspräche mehr als dem 3,4-fachen des zum Ende des dritten Quartals 2016 laut afme über alle ABS-Segmente insgesamt ausstehenden europäischen ABS-Volumens von 1,2 Bio. Euro. Erwächst damit am Horizont ein neues Mega-Segment für Verbriefungen? Die Autoren behaupten, dass es sich bei ESBies aufgrund ihrer Konzeption um extrem sichere strukturierte Anleihen handelt. Ist die angedachte SBB-Struktur tatsächlich so krisenfest oder handelt es sich eher um ein Trugbild, als eine Art „Structured Finance-basierte Fata Morgana“? Nachfolgend geben wir unsere Gedanken und Einschätzungen zum geplanten Konstrukt wieder.

Die Idee der ESBies

Schon der Titel des Arbeitspapiers „ESBies – Safety in tranches“ gibt erste Hinweise auf die Motivation für und die Strukturierung von European Safe Bonds. Ein Motiv für die geplante Finanzinnovation ist die Ausweitung des verfügbaren Volumens hochwertiger und krisenfester Assets in der Eurozone durch die neue Anleiheform, mit der Banken gleichzeitig auch ihre regulatorischen Auflagen (LCR, etc.) erfüllen können. Derzeit beschränkt sich das „natürliche“ Angebot sicherer Anlagen weitestgehend auf AAA geratete deutsche Bundesanleihen (83% Anteil), niederländische Staatsanleihen, u.a. im Gesamtvolumen von 2,4 Bio. Euro. Eine weitere Intention ist es, den ausgeprägten „Staaten-Banken-Nexus“ in der Eurozone weitestgehend zu beheben. Diese von den Autoren auch als „diabolic loop“ bezeichnete Verknüpfung zielt auf den Umstand, dass europäische Banken große Volumina von Staatsanleihen des eigenen Landes halten und sich hieraus eine gegenseitige Abhängigkeit ergibt. Insgesamt halten europäische Banken Staatsanleihen im Volumen von 1,9 Bio. Euro. Als Lösung zur Durchbrechung des Staaten-Banken-Nexus präsentieren Brunnermeier et al. mit den ESBies nun strukturierte Anleihen, die von einem privaten oder öffentlichen Emittenten über ein Special Purpose Vehicle (SPV) begeben werden können. Der Emittent kauft einerseits EWU-Staatsanleihen am Primär-/Sekundärmarkt und bildet hieraus einen Collateral-Pool, welcher seinerseits über die Ausgabe von Senior- und Junior-Anleihen (in einem als optimal erachteten Verhältnis von 70:30) refinanziert wird. Durch das neue Konstrukt würde Banken nicht nur in größerem Ausmaß ein hochgradig ausfallsicheres Asset zur Anlage bereitgestellt werden, sondern durch einen (regulatorisch induzierten) Anlage-Shift von nationalen Staatsanleihen in ESBies würden gleichzeitig auch die systemischen Risiken im europäischen Bankensektor durch Auflösung des diabolic loop reduziert.

Das Volumen der für die Verbriefung angekauften Staatsanleihen der Euroländer soll 60% des nationalen BIP betragen, woraus sich ein aggregiertes Gesamtvolumen (auf Basis des BIP 2014) von rund 6,1 Bio. Euro errechnet. Hiervon würden 70% in Form von ESBies refinanziert, entsprechend rund 4,2 Bio. Euro. Die Staatsfinanzierung der Euroländer würde bis zur Höhe der Schuldenstandsquote von 60% gemäß den Maastricht-Kriterien zukünftig dann mittelbar dargestellt werden.

ESBies als vermeintliche Problemlösung in der aktuellen politischen Diskussion

ESBies als strukturierte Anleihen zur Erhöhung des AAA-Angebots und Auflösung des Staaten-Banken-Nexus in der Eurozone

Mittelbare Staatsfinanzierung der Euroländer

Das potenzielle Marktvolumen des neuen Verbriefungssegments entspräche mit 4,2 Bio. Euro allein für ESBies mehr als dem 3,4-fachen des zum Ende des dritten Quartals 2016 laut afme über alle ABS-Segmente insgesamt ausstehenden europäischen ABS-Volumens von 1,2 Bio. Euro. Zuzüglich den bei Investoren zu platzierenden Junior-Tranchen würde ein Volumen von rund 6,1 Bio. Euro oder das 4,9-fache des derzeitigen europäischen ABS-Volumens erreicht. Das neue Segment hätte damit das Potenzial, sich zum größten ABS-Segment in Europa zu entwickeln.

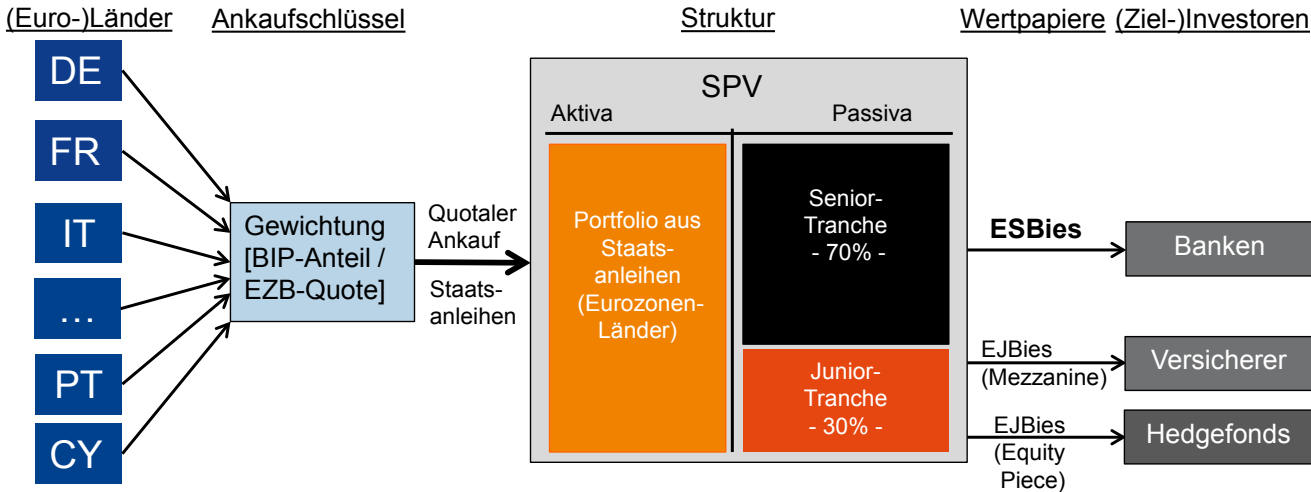
Erhebliches Marktpotenzial

Die ESBies als Teil einer „Sovereign Backed Bonds“-Struktur

In nachfolgender Abbildung haben wir versucht, die geplante Konzeption der ESBies als Teil einer „Sovereign Backed Bonds“(SBB)-Gesamtstruktur in vereinfachter Form grafisch darzustellen. Primär sollen nach einem noch zu bestimmenden fixen Ankaufschlüssel Staatsanleihen von Ländern der Eurozone angekauft werden, wenngleich der Anleiheankauf von Nicht-Euro-Ländern auch nicht explizit ausgeschlossen wird. Exemplarisch erfolgt die Gewichtung auf Basis des nationalen Anteils des BIP eines Eurolandes am Gesamt-BIP der Eurozone im Fünfjahresdurchschnitt. Alternativ wird eine quotale Gewichtung gemäß dem Kapitalanteil des betreffenden Landes am EZB-Kapital zur Diskussion gestellt. Denkbar wären aber auch andere Gewichtungsfaktoren. Ein auf Basis dieses Schlüssels angekauft Portfolio aus Staatsanleihen wird im Rahmen der Struktur seinerseits refinanziert über die Ausgabe von Anleihen des Transaktionsvehikels (SPV). Im Grundsatz ähnelt die angedachte Struktur einer „Collateralised Bond Obligation“ (CBO).

Sovereign Backed Bond-Struktur ähnelt in weiten Teilen der einer Collateralised Bond Obligation

VEREINFACHTE DARSTELLUNG DER SOVEREIGN BACKED BONDS-KONZEPTION



Quelle: DZ BANK Research

Die als „European Safe Bonds“ (ESB bzw. ESBies) bezeichneten Anleihen verkörpern im Rahmen der angedachten Struktur die sicher(er)en Senior-Anleihen. Für die Junior-Tranche („European Junior Bonds“, EJBies) lässt das Arbeitspapier offen, ob diese in einem Stück oder weiter unterteilt in eine Mezzanine-Anleihe und eine Erstverlusttranche („Equity Piece“), wie in unserer obigen Abbildung dargestellt, den Investoren angeboten werden soll. Als Ziel-Investoren sind für die ESBies nach unserem Verständnis ausschließlich Banken angedacht, während die Mezzanine-Anleihe für Versicherer und das Equity Piece für Hedgefonds vorgesehen ist. Das Verhältnis von Senior- zu Junior-Tranche soll mit 70% zu 30% angesetzt werden.

ESBies als Senior-Anleihen der SBB-Struktur

Grundlegende Anmerkungen zur Konzeption

Die ESRB-Autoren gehen im Rahmen der obigen Konzeption von einem diversifizierten und daher risikoarmen Portfolio von unterschiedlichen Staatsanleihen der verschiedenen Euroländer aus. Da Verluste aus diesem risikoarmen Portfolio bis zum Credit Enhancement-Niveau noch durch die Junior-Tranche absorbiert werden, sehen sie ESBies als extrem sicher an. Dabei stehen das generierbare ESB-Volumen und das durch die Struktur bewirkte Sicherheitsniveau der ESBies in einem diametralen Verhältnis zueinander, abhängig von der Größenrelation von Senior- und Junior-Tranche. Als optimalen Kompromiss erachten die Autoren ein Verhältnis von 70% zu 30%, was mit einem ESB-Zielvolumen von 4,2 Bio. Euro korrespondiert.

Für die Risikominimierung ist neben der Strukturierung vor allem auch der Diversifikationseffekt im Portfolio verantwortlich, der letztlich aus der Portfoliotheorie abgeleitet wird. Im Rahmen der Portfoliotheorie wird der gewünschte Effekt der Risikoreduktion dadurch erzielt, dass die im Portfolio kombinierten Wertpapiere eine niedrige oder idealerweise sogar eine negative Korrelation untereinander aufweisen. Dabei wird zwischen einem systematischen und einem unsystematischen Risiko unterschieden. Das systematische oder auch allgemeine Kreditrisiko ist dabei als Wertänderung eines Kredit-/Anleihe-Portfolios („Credits“) infolge veränderter konjunktureller Rahmenbedingungen zu verstehen. Hingegen steht das unsystematische oder auch idiosynkratische Kreditrisiko für bonitätsbedingte Veränderungen des einzelnen Schuldners. Im Idealfall des optimal diversifizierten Portfolios kann das unsystematische Risiko vollständig eliminiert werden. Das systematische Risiko kann hingegen mittels Diversifikation nicht beseitigt werden. Die originäre Portfoliotheorie von Markowitz untersuchte dabei Wertänderungen/Marktpreisrisiken, gemessen durch die Standardabweichung der Wertpapierrenditen.

Im Gegensatz dazu ist das im Rahmen der SBB-Struktur konzipierte Anleiheportfolio nicht diversifiziert, sondern nur „gemischt“. Es ist zudem nicht granular, wie dies bei ABS-Portfolios üblicherweise der Fall ist. Vielmehr entstehen durch den Ankaufschlüssel bedingte Klumpenrisiken im Portfolio. Wir haben versucht, diese Unterschiede anhand der beiden nachfolgenden Abbildungen grafisch zu verdeutlichen. Die Abbildung links zeigt ein granulares ABS-Portfolio mit mehr oder weniger unkorrelierten Einzelrisiken, was zum einen durch die gleiche Größe der Kreuze und zum anderen durch den Abstand der Kreuze zueinander verdeutlicht werden soll. Die rechte Abbildung zeigt stilisiert das geplante SBB-Portfolio. Zwar werden auch in diesem Portfolio viele verschiedene Wertpapiere gemischt, jedoch lassen sich die einzelnen Anleihen (Kreuze) auf die wenigen staatlichen Emittenten der Euroländer zurückführen (unterschiedliche Färbungen der Kreuz-Gruppen). Diese verschiedenen nationalen Staatsanleihen unterliegen allesamt dem gleichen Ausfallrisiko, der Insolvenz des betreffenden Staates. Ihre Korrelation beträgt mithin 1. Das Ausfallrisiko kann dabei weder über verschiedene Wertpapiergattungen, wie Schatzanweisungen, Obligationen oder Anleihen, noch über unterschiedliche Laufzeiten/Fälligkeiten diversifiziert werden. Die Streuung über verschiedene Titel desselben (staatlichen) Emittenten bringt aus der Risikoperspektive insofern keinen zusätzlichen Diversifikationsnutzen. Letztlich erfolgt die Streuung des Kreditrisikos beim SBB-Portfolio nur über maximal 19 Kreditnehmereinheiten, die inkludierten Euroländer. Von diesen weisen gegenwärtig gemäß einer aktuellen Studie (cepDefault Index 2017) sechs eine „verfestigte abnehmende Kreditfähigkeit“ auf (Griechenland, Italien, Lettland, Portugal, Slowenien und Zypern).

EJBies sollen ESBies extrem sicher machen

Diversifikationseffekt im Sinne der Portfoliotheorie

Geringe Diversifikation im SBB-Portfolio, da nur maximal über 19 Kreditnehmereinheiten das Ausfallrisiko gestreut wird

In Relation zum derzeitigen Status quo der Bankbilanzen in Europa bestehen allerdings aktuell deutlich größere nationale Klumpenrisiken in den jeweiligen nationalen Bankensektoren. Aus systemischer Sicht würde durch ESBies für die nationalen Bankensektoren insofern ein höherer Diversifikationsgrad und damit eine Risikoreduktion bewirkt.

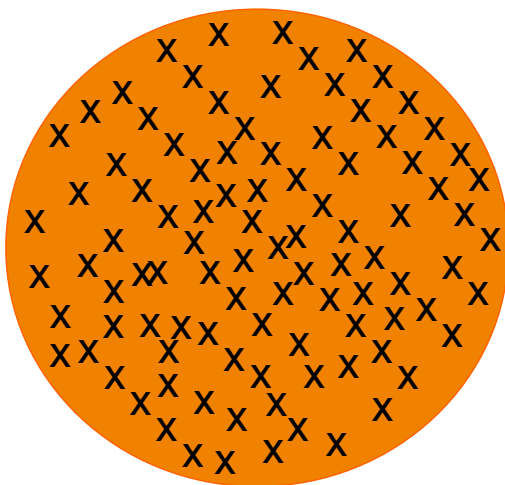
Dennoch Verbesserung des Status quo in europäischen Bankbilanzen durch SBB

In einem granularen ABS-Portfolio, wie zum Beispiel bei der „VCL 23“, beträgt der Anteil des größten Einzelkreditnehmers nur 0,05% (SBB 28,16%), auf die Top 5 Kreditnehmer entfallen 0,24% des Portfoliovolumens (SBB 83,31%) und die Top 10-Schuldner-Konzentration liegt insgesamt bei nur 0,44% (SBB 96,28%). Eine Top 20-Schuldner-Konzentration läge bei nur 19 Euroländern im SBB-Portfolio zwangsläufig schon bei 100%, für die VCL 23 nur bei 0,80%. Diese drastischen Unterschiede verdeutlicht die erhebliche „Unwucht“ im SBB-Portfolio. Als Folge ergeben sich Klumpenrisiken unterschiedlichen Ausmaßes (dargestellt durch die Größe der Kreise der betreffenden Kreuz-Farbe). Gemäß einem BIP-basierten Ankaufschlüssel entfiel auf die Bundesrepublik Deutschland mit einem Portfoliogewicht von über 28% das größte staatliche Einzel-Emittentenrisiko (veranschaulicht durch den schwarzen Kreis), gefolgt von Frankreich mit über 21% (gelber Kreis) bis hin zum Schlusslicht Estland mit 0,03% (symbolisiert durch das kleine hellgrüne Kreuz).

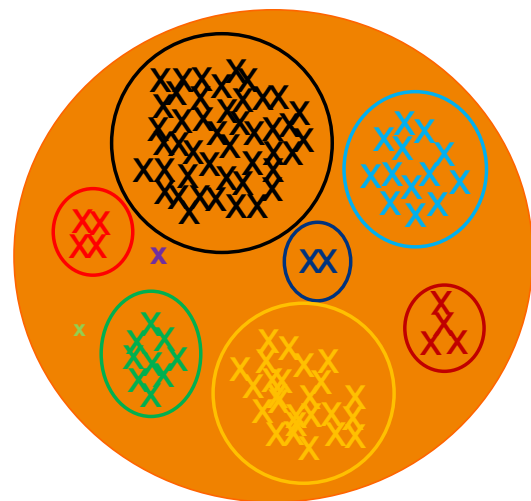
Geringe Granularität im SBB-Portfolio führt zu erheblichen Klumpenrisiken

DIVERSIFIZIERTES ABS- UND GEMISCHTES SBB-PORTFOLIO IM VERGLEICH – KLUMPENRISIKEN ALS FOLGE GERINGER GRANULARITÄT

GRANULARES PORTFOLIO (LINKS)



SBB-PORTFOLIO (RECHTS)



Quelle: DZ BANK Research

Während es sich beim granularen ABS-Portfolio oben links bei den Einzelrisiken um unkorrelierte Zufallsvariablen handelt, besteht im SBB-Portfolio zudem eine hohe wechselseitig bedingte Ausfallwahrscheinlichkeit („cross default probability“). Diese wird in einem adversen Szenario mit einem hypothetischen Ausfall der Bundesrepublik Deutschland von den ESRB-Autoren selbst zum Beispiel für Griechenland mit 93% angegeben, erreicht aber auch für Spanien und Italien Werte von 81% bzw. 84%. Ähnlich einer Kette von Dominosteinen würden die einzelnen Staaten in diesem Stress-Szenario nacheinander kippen bzw. ausfallen. Grafisch könnte man sich die bedingten Ausfallwahrscheinlichkeiten als Überlappungen der verschiedenen Kreise im Portfolio vorstellen. Die Protektion durch die Junior-Tranche geht mithin verloren, da die Abschirmungswirkung letztlich auf der Unkorreliertheit der Einzelrisiken und einer hohen Granularität, d.h. einer geringen Einzelkreditnehmer-Konzentration, im Portfolio beruht. Die SBB-Struktur funktioniert gewissermaßen nur

Hohe „Cross Default“-Wahrscheinlichkeiten zerstören im Krisenfall den Abschirmungseffekt der Junior-Tranche

in eine Richtung: mit der Bundesrepublik Deutschland als Sicherheitsanker nach dem Motto „einer steht für alle“. Die umgekehrte Richtung („alle stehen für einen“) scheint demgegenüber nicht zu funktionieren, zumal bei einem hypothetischen Ausfall Deutschlands mit einem Gewicht von über 28% die Abschirmung durch die Junior-Tranche in Höhe von 30% schon nahezu aufgebraucht ist. Es stellt sich daher die Frage, inwieweit ESB-Investoren für diese Form der Kreditbesicherung zu zahlen bereit sind (in Form eines Abschlags bei der ESB-Verzinsung) und nicht doch letztlich deutsche Bundesanleihen präferieren.

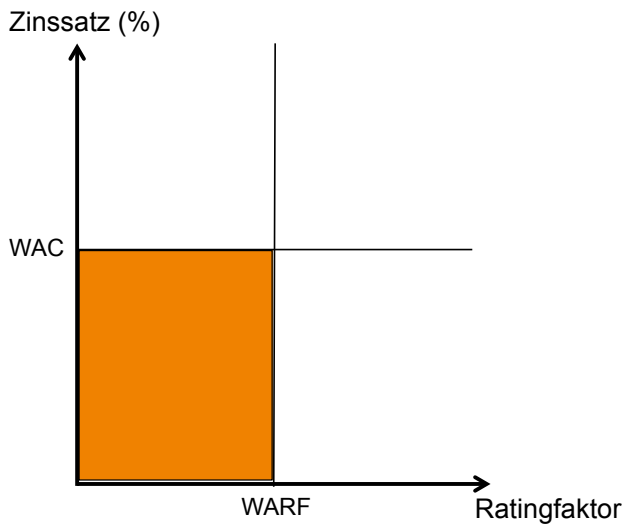
Ein weiteres Problem der SBB-Struktur haben wir versucht, mit den beiden nachfolgenden Grafiken zu veranschaulichen. Das idealtypische ABS-Portfolio kann durch zwei Parameter charakterisiert werden: die durchschnittliche Bonität, dargestellt als WARF („weighted average rating factor“), sowie den durchschnittlichen Zinsertrag WAC („weighted average coupon“) über alle Kredite. Die Fläche des orangefarbenen Rechtecks in der linken Grafik kann vereinfacht als Gesamtertrag („Menge mal Preis“) des Portfolios interpretiert werden (abstrahiert von Kosten für das SPV, etc.). Dieser Ertrag aus der Aktivseite wird im Rahmen der Struktur letztlich wieder auf die Anleihegläubiger der Senior-Tranche und der Junior-Tranche (ebenfalls abstrahiert von SPV-Kosten) in unterschiedlichem Maße verteilt. Die meist mit einem AAA Rating ausgestattete Senior-Anleihe erhält dabei einen niedrigen Zinssatz, der deutlich unter dem WAC liegt. In diesem Ausmaß (Anteil der Senior-Anleihe an der Gesamtstruktur) werfen die Kredite im Portfolio einen Mehrertrag gegenüber ihren anteiligen Refinanzierungskosten ab. Dieser Mehrerlös wird im Rahmen der Strukturierung schließlich der Junior-Anleihe in Form einer über dem WAC liegenden Verzinsung als Kompensation für das höhere Risiko zugewiesen. Insofern entspricht die Fläche des orangefarbenen Rechtecks von der Einnahmeseite in etwa auch dem Kostenblock der Passivseite.

Wir haben Bedenken, dass dieser Mechanismus aufgrund der Portfoliokomposition bei der SBB-Struktur nicht funktioniert. In der nachfolgend rechten Abbildung haben wir in einer Art Lorenzkurve die kumulierte Portfolioverteilung nach Ratingstufe dargestellt. Mit Deutschland, den Niederlanden und Luxemburg verfügen rund 35% des Portfoliovolumens über ein eindeutiges AAA Rating. Rechnet man noch Österreich und Finnland hinzu, werden über 40% des Portfolios von mindestens einer Ratingagentur mit AAA bewertet. Durch die weitere Addition der Portfolioanteile von Frankreich, Belgien und Estland liegen rund zwei Drittel des SBB-Portfolios im Ratingbereich von AA und besser. Damit erreicht der Bestand hochqualitativer Aktiva im SBB-Portfolio fast die geplante Größenordnung der Senior-Tranche von 70%. Die Schwelle des SBB-Portfolios zum Investment Grade Rating von BBB- liegt bei 96% des Gesamtportfolios. Das durchschnittliche Portfolio-Rating liegt etwa bei A+. Wir haben Zweifel, ob mit dieser Portfoliokomposition der Kostenblock der Struktur, dargestellt in Form des orangefarbenen Rechtecks, von den Assets im Portfolio verdient werden kann, da mit der Rating-Einstufung auch ein entsprechendes Verzinsungsniveau korrespondiert. Mit 40% bzw. fast 66% AAA und AA hochqualitativen Anleihen im Portfolio lässt sich kein ausreichender Mehrerlös in Bezug auf die durchschnittlichen Kapitalkosten erwirtschaften. Vielmehr resultiert hieraus eine Unterdeckung, die wir in der Grafik durch die rotschraffierte Fläche dargestellt haben. Umgekehrt stellt die blauschraffierte Fläche den Mehrerlös oberhalb der durchschnittlichen Kapitalkosten durch die schlechter gerateten Anleihen im Portfolio dar. Da die rote Fläche größer ist als die blaue, bezweifeln wir die ökonomische Tragfähigkeit der Transaktion.

Hoher Anteil hochqualitativer Assets im SBB-Portfolio erschwert ökonomische Tragfähigkeit der Konzeption

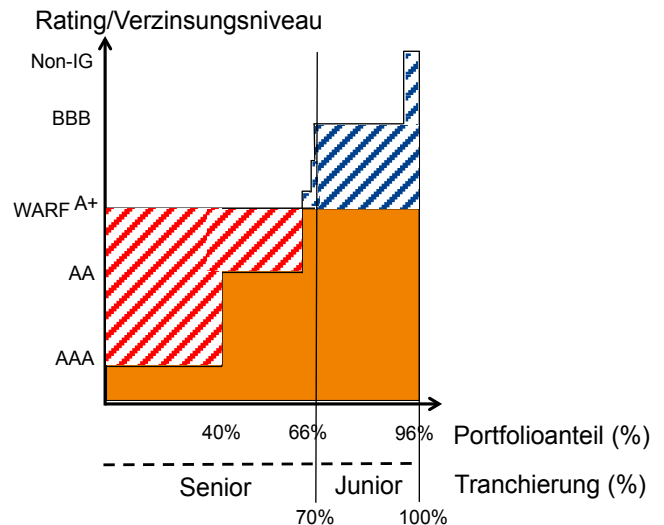
Wir haben Bedenken, dass dieser Mechanismus aufgrund der Portfoliokomposition bei der SBB-Struktur nicht funktioniert

EINNAHMESTRUKTUR ZUR BEDIENUNG DER PASSIVSEITE



Quelle: DZ BANK Research; WARF: Weighted average rating factor, WAC: Weighted average coupon

DURCHSCHNITTLICHE SBB-PORTFOLIORENDITE FÜHRT VERMUTLICH ZU UNTERDECKUNG



Quelle: DZ BANK Research; WARF: Weighted average rating factor

Eine von uns durchgeführte Analyse historischer CBO-Emissionen hinsichtlich ihrer Portfoliokomposition bestätigt unsere Bedenken indirekt. Als europäisches Collateral wiesen diese High Yield Bonds, (nachrangige) Bankanleihen sowie Investment Grade Corporate Bonds auf. Bonitätsstarke (und daher renditeschwache) europäische Staatsanleihen waren demgegenüber nicht vorzufinden. Wenn Staatsanleihen überhaupt im Portfolio enthalten waren, dann stammten diese ausschließlich aus Schwellenländern und wiesen eine vergleichsweise hohe Verzinsung auf. Insofern wäre die angedachte Portfoliokomposition der SBB-Struktur mindestens ein Novum, dessen ökonomische Tragfähigkeit realiter noch nie unter Beweis gestellt wurde.

Analyse historischer CBO-Emissionen bestätigt unsere Bedenken indirekt

Im aktuellen Marktumfeld wird dieser Mismatch besonders deutlich. So weisen die Staatsanleihen von Euroländern mit AAA Rating, wie Deutschland und den Niederlanden, aber auch von Belgien und Finnland mit Laufzeiten von bis zu 5 Jahren derzeit eine negative Rendite auf. Mit negativen Renditen lässt sich aber kein Mehrerlös erwirtschaften, der als „pick up“ für die Junior-Tranche verwendet werden könnte, um deren absolute Verzinsung zu erhöhen und damit das erhöhte Risiko zu kompensieren. Aber auch in einem normalen Zinsumfeld dürfte es die SBB-Konzeption schwer haben. Die Spread-Differenz zwischen AAA gerateten ESBies und AAA/AA gerateten Euroländeranleihen dürfte zu gering sein, um einen hinreichenden Mehrerlös zu generieren. Wenn aber die Junior-Tranche keine attraktive und vor allem risikoadäquate Rendite erhält, dürfte es nicht gelingen, genügend Hedgefonds für ein EJB-Investment zu gewinnen. Wenn aber die Junior-Tranche nicht bei Investoren platziert werden kann, geht die SBB-Konstruktion insgesamt nicht auf.

Platzierbarkeit der Juniortranchen fraglich

Anmerkungen zu einzelnen Detailfragen der SBB-Konzeption

Die Diskussion über nachfolgende spezifische Fragestellungen der SBB-Konzeption ist für uns in gewisser Weise vergleichbar mit einer Diskussion über die Korrektheit der Angaben zum Kraftstoffverbrauch oder den CO₂-Werten eines Motors in Bezug auf ihre Höhe und die zu Grunde gelegten Messverfahren. Dass dies nicht unerheblich ist, verdeutlichen die nahezu täglichen Schlagzeilen im Kontext der VW-Abgasthematik. Da wir jedoch Zweifel an der grundsätzlichen Funktionsfähigkeit des

Detailfragen als nachgeordnete Problemstellungen in einer abstrakten „SBB-Modell-Welt“

„Motors“ (im Sinne der SBB-Konzeption) aufgrund konstruktionsbedingter Mängel haben, erachten wir Detailfragen eher als nachgeordnet. Grundsätzlich ist die im Modell unterstellte „SBB-Welt“ mit ihren Prämissen empirisch noch nie zu beobachten gewesen, was die Beurteilung der Konzeption erschwert. So wird u.a. für Banken eine Aufhebung der pauschalen RWA-Gewichtung von 0% für Euroländer-Anleihen unabhängig von ihrem Rating und damit eine Abkehr von einer regulatorisch nicht erforderlichen Unterlegung der betreffenden Vermögenspositionen mit Solvenzkapital unterstellt. Auch die verschiedenen Cross-Default-Wahrscheinlichkeiten sind (erfreulicherweise) empirisch in der Eurozone so noch nicht zu beobachten gewesen. Selbst wenn es einen solchen Krisenfall schon einmal gegeben hätte, wäre wiederum die Frage, wie repräsentativ er für andere Krisen-Szenarien wäre. In der angedachten Modell-Welt würden zudem in erheblichem Ausmaß die Staatsanleihen der Euroländer von SBB-SPVs angekauft, womit die originären (residualen) Staatsanleihenmärkte entsprechend schrumpfen. Dies könnte zu einer Abkehr bisheriger Investoren, einer sinkenden Liquidität der Papiere und erhöhten Renditen in allen oder auch nur in kleineren Segmenten führen. Insofern bewegt sich der Leser gedanklich in einer abstrakten „SBB-Modell-Welt“. Diese sollte darüber hinaus auch ohne ein Anleihenkaufprogramm der EZB mit entsprechenden Marktpreisverzerrungen, illiquiden Bondmärkten und Negativrenditen auskommen können. Inwiefern die Marktteilnehmer auf die aus dem Modell abgeleitete hypothetische Sicherheit der ESBies im Krisenfall vertrauen und Kapitalmärkte und Individuen realiter wie im Modell unterstellt reagieren, bleibt dahingestellt.

Eine im Arbeitspapier zur Diskussion gestellte Detailfrage ist die nach dem Emittenten der SBB. In einem älteren Arbeitspapier aus 2011 war hierfür eine europäische Finanzagentur („European Debt Authority“, EDA) vorgesehen, während heute auch private Emittenten in Frage kommen. Aus unserer (Steuerzahler-)Sicht bedarf es keiner weiteren europäischen Behörde, deren einziger Zweck die Ausgabe von strukturierten Anleihen ist. Die Verbriefungsindustrie verfügt über hinreichende Erfahrung in der Bereitstellung kostengünstiger SPVs, die diesen Zweck hinreichend erfüllen würden. Wir haben daher in unserer obigen Strukturgrafik ein SPV als Emittent der SBB dargestellt.

Das Arbeitspapier sieht zudem für die Qualitätssicherung „ESB-Guidelines“ in Form eines Handbuchs, einen Zertifizierungsprozess sowie eine Lizenzvergabe durch eine öffentliche Institution vor, die die Einhaltung der ESB-Kriterien überwacht und die Lizenzen vergibt. Unser alternativer Diskussionsvorschlag wäre hierfür eine europäische ESB-Verordnung. Diese würde dann einheitlich, unmittelbar und europaweit die für ESB-Anleihen zu erfüllenden Kriterien sowie ggf. Strafen bei Verstößen regeln. Beispielhaft wurde dieser Weg in Form einer EU-Verordnung auch schon für ELTIFs („European Long Term Investment Funds“) gewählt. Damit würden womöglich auch rechtliche Unterschiede hinsichtlich der SPVs aufgrund des jeweiligen nationalen Verbriefungsrechts ihres Sitzlandes mitigiert, im Idealfall vielleicht sogar die Basis für ein europäisches Verbriefungsrecht gelegt. Denkbar wäre auch, bereits vorhandene Strukturen der Verbriefungsindustrie einzubinden, indem zum Beispiel die „PCS Initiative“ mit der Label-Vergabe beauftragt wird.

Eine weitere zur Diskussion gestellte Frage der Autoren betrifft die Bereitstellung der Junior-Tranche von 30% in einem Stück oder eine weitere fakultative Untergliederung in eine Mezzanine-Anleihe und eine Erstverlusttranche. Wir halten eine weitergehende Aufspaltung im Hinblick auf das gewünschte Ertrags-/Risiko-Profil der verschiedenen Investorengruppen für erfolgversprechender. Eine Bereitstellung „en bloc“ birgt unseres Erachtens die Gefahr, dass ein EJB-Investment manchen zu risikant erscheint (bspw. Versicherungen), während andere (vor allem Hedgefonds) die

EDA versus SPV

Europäische ESB-Verordnung anstelle von Guidelines und Label-Agentur

Junior-Tranche "en bloc" versus weitergehende Tranchierung

erzielbare Rendite als zu gering erachten. Wir haben daher in unserer obigen Strukturgrafik auch eine entsprechende Untergliederung der Junior-Tranche dargestellt.

Ein nicht unerheblicher Diskussionspunkt ist aus unserer Sicht auch der Ankaufschlüssel, sowohl hinsichtlich der geeigneten Referenzgrößen als auch der Gewichtungsfaktoren. Die fixe Gewichtung blendet beispielsweise Relative Value-Aspekte zu Gunsten der Investoren aus. Einzelne Länder haben ein ausstehendes Staatsanleihevolumen, das deutlich unter ihrer anteiligen BIP-Quote liegt. Wie mit diesem freien Spielraum bzw. der Unterdeckung bei bestimmten Ländern verfahren werden soll, ist uns nicht klar. Offen ist auch, ob die Gewichtungen nur initial zur Emission einzuhalten sind, oder ob während der Laufzeit der SBB-Anleihen hier ein „Rebalancing“ vorzunehmen ist, wenn Ungleichgewichte zum Beispiel durch unterschiedliches Tilgungsverhalten hervorgerufen werden. Für eine fortlaufende Adjustierung wäre jedoch ein aktives Management des SBB-Portfolios erforderlich.

Die regulatorische Eigenkapitalunterlegung von ESBies soll für Banken analog zur heutigen Regulierung wie bei Staatsanleihen ausgestaltet werden. Nach „EU Project Bonds“ würden hiermit erneut Verbriefungsstrukturen „regulatorisch umdeklariert“, in diesem Fall anstelle einer Verbriefungsposition als quasi „strukturierte europäische Staatenanleihe“. Ein Ausnahmetatbestand (Solvenzkapital von 0% für Staatsanleihen im Anlagebuch von Banken unabhängig vom Rating) würde damit durch einen anderen, neuen Ausnahmetatbestand (Solvenzkapital von 0% für ESBies unabhängig von der für Verbriefungen üblichen Eigenkapitalunterlegung) ersetzt. Der Mengeneffekt wäre, dass die regulatorisch begünstigten Aktiva für Banken im heutigen Volumen der erfassten 6,1 Bio. Euro Eurozonen-Staatsanleihen auf das geplante ESB-Zielvolumen von 4,2 Bio. Euro abschmelzen würde, da EJB nach unserem Verständnis nicht von der Privilegierung erfasst würden. Diese wären damit regulatorisch als nachrangige Verbriefungsposition zu betrachten, was sie für Versicherungen zu „Typ 2-Verbriefungspositionen“ mit entsprechend hoher Solvenzkapitalbindung macht. Ob sich unter diesen Voraussetzungen ein EJB-Investment für diese geplante Ziel-Investorengruppe rechnet, bleibt fraglich.

Die im Modell kalibrierten erwarteten Ausfallwahrscheinlichkeiten der Euroländer wurden mit den impliziten Ausfallwahrscheinlichkeiten der CDS-Spreads gebenchmarkt. So beträgt beispielsweise die implizite Ausfallwahrscheinlichkeit für Deutschland auf Basis der zugrunde gelegten CDS-Preise im Dezember 2015 für 1 Jahr 0,20% und für die Niederlande 0,30%, während das ESRB-Modell diese mit 0,07% respektive 0,15% berechnet. Hingegen beträgt die bei einem AAA Rating unterstellte Einjahres-Ausfallrate seitens der Agenturen lediglich 0,0001%. Der Grund für diese Verzerrungen dürfte in den wenig liquiden und daher kaum repräsentativen CDS-Märkten liegen, die für manche Euroländer auch keine verfügbaren CDS-Spreads lieferten. Es stellt sich daher die Frage, welche Ausfallwahrscheinlichkeit die bessere ist bzw. nach welcher der Markt preist und agiert. Dabei werden den AAA gerateten Anleihen im ESRB-Modell deutlich höhere Risiken zugewiesen als es dem Rating entsprechen würde. Am unteren Ende der Ratingskala dürfte hingegen eine positive Verzerrung zu konstatieren sein. So quotierte der 1-Jahres-CDS für Griechenland im Dezember 2015 bei durchschnittlich 1.630 Basispunkten. In Krisenphasen erreichte er im März 2012 jedoch seinen Maximalwert von 22.611 Basispunkten und noch im Juli 2015 lag er bei über 9.858 Basispunkten – etwa das sechsfache Niveau von Dezember. Im Weiteren stellt sich daher auch die Frage, inwiefern die Modellberechnungen realistisch und hieraus gezogene Schlussfolgerungen im Hinblick auf die Krisenresistenz von ESBies korrekt sind.

Gewichtungen nur initial oder fortlaufend einzuhalten?

Regulatorische Behandlung wie eine Staatsanleihe oder als Verbriefungsposition

Ausfallwahrscheinlichkeiten auf Basis von CDS-Spreads oder Ratings

Unsere obigen Ausführungen adressieren lediglich verschiedene Aspekte der SBB-Konzeption aus der Structured Finance-Perspektive. Interessant ist aber auch die Beurteilung von SBB beziehungsweise ESBies aus der Perspektive der Staatsfinanzierung und der Banken im Hinblick auf die künftige Finanzierung der Euroländer sowie die Durchbrechung des Staaten-Banken-Nexus. Hierzu verweisen wir auf die heute ebenfalls publizierte Studie „ESBies – Kein Allheilmittel“ unserer Research-Kollegen für EWU-Staatsanleihen, die sich vertieft mit diesen Fragenstellungen beschäftigt.

Komplementäre Studie

Ralf Raebel, EMBA, CIIA, CREA, ANALYST
+49 (0)69 7447 1408

ABS MARKT IM FEBRUAR (1)

Asset-Klasse	Spread-Level AAA (indikativ)	Tendenz	Asset-Klasse	Spread-Level AAA (indikativ)	Tendenz
RMBS			CMBS	100 – 205	↘
Spanien	33 – 80	↘	ABS		
Italien	18 – 55	↘	Consumer-ABS	15 – 43	↘
Niederlande	7 – 19	↘	Lease-ABS	9 – 18	↘
UK Prime	16 – 34	↘	Auto-ABS	9 – 18	→
UK Non-Conforming	55 – 110	↘	SME CLOs	38 – 90	↘

Quelle: DZ BANK Research; Tendenz berücksichtigt Entwicklung zum Vormonat und ist zu verstehen als Spreadveränderung (Einengung bzw. Ausweitung)

Händlerkommentar

Im Februar wurde die ursprünglich einbehaltene Verbriefung italienischer Immobiliendarlehen GRECALE 2015 vermarktet und repriced. Das gut gefüllte Orderbuch hat dazu geführt, dass das finale Pricing bei 55 Basispunkten lag, somit am engen Ende des Pricetalks, aber durchaus in Line mit unseren Erwartungen. Dies belegt das aktuell hohe Interesse an italienischen ABS.

Neues Material am Primärmarkt kam mit der Volkswagen Auto-ABS Driver UK 5, denominiert in GBP aus Großbritannien. Die Class A wurde bei 1mL + 45, die Class B bei 1mL+90 gepriced, jeweils am unteren Ende der Spreadrange.

Der Sekundärmarkt zog bis zur ABS-Konferenz in Las Vegas Ende Februar auf breiter Front an. UK Buy-To-Let waren stark nachgefragt, wie auch die zuletzt gepriceden EUR Transaktio-

nen, die auf neuen Höchstkursen handeln. Grundsätzlich herrscht weiterhin eine gute Nachfrage nach holländischen RMBS und das geringe Angebot führt entsprechend zu engen Spreads. Zudem haben die Anfragen nach französischen RMBS zugenommen.

An der CLO Front wechseln die Papiere auch fleißig die Besitzer. Die AAAs und AAs aus dem 2.0-Segment preisen auf Refinanzierung bereits ähnlich dem Niveau der CLO 1.0 Transaktionen. Trotzdem sind die Investoren hier fleißig auf der Suche nach „running coupons“.

Aktuelle Offerten des ABS-Handels

Assetklasse	Land	Transaktion	Tranche WKN		Originator	Rating	WAL	Geld	Brief	DM (Geld)	DM (Brief)
RMBS BTL	UK	PARGN 13X	A2B	A0G0TL	Paragon Mortgages	AA	7,77	94,763	95,117	96	91
RMBS	IT	BERCR 6	A2	A0GNBU	Diverse	A	4,13	97,807	98,621	80	60
RMBS	NL	HERME 18	A2	A1HATE	SNS	AAA	0,49	100,543	100,578	22	15
Auto	DE	VCL 21	A	A1ZWYL	Volkswagen Leasing GmbH	AAA	0,45	100,068	100,086	21	17
Auto	NO	BILK 6	A	A1ZPSG	Santander Consumer Bank AS	AAA	0,61	100,088	100,138	23	15

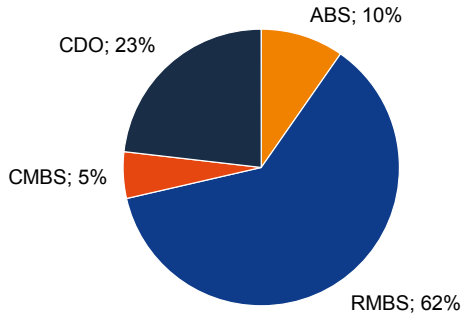
Quelle: DZ ABS Trading; Konditionen freibleibend; für aktuelle Konditionen wenden Sie sich bitte an Ihren DZ BANK Sales-Kontakt.

DZ ABS Trading:

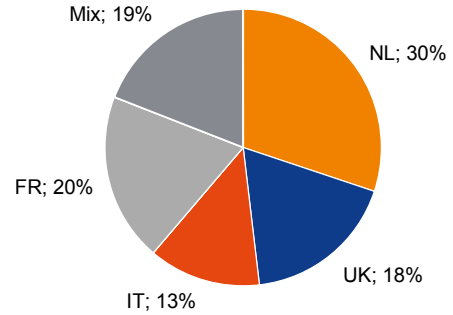
Christopher Schumann (+49 (0)69 7447 90105)
 Dalibor Jarnevic (+49 (0)69 7447 99166)
 Jens Gronemann (+49 (0)69 7447 90402)
 Dirk Junker (+49 (0)69 7447 42307)

ABS MARKT IM FEBRUAR (2)

ANTEIL DER ASSETKLASSEN 2017YTD

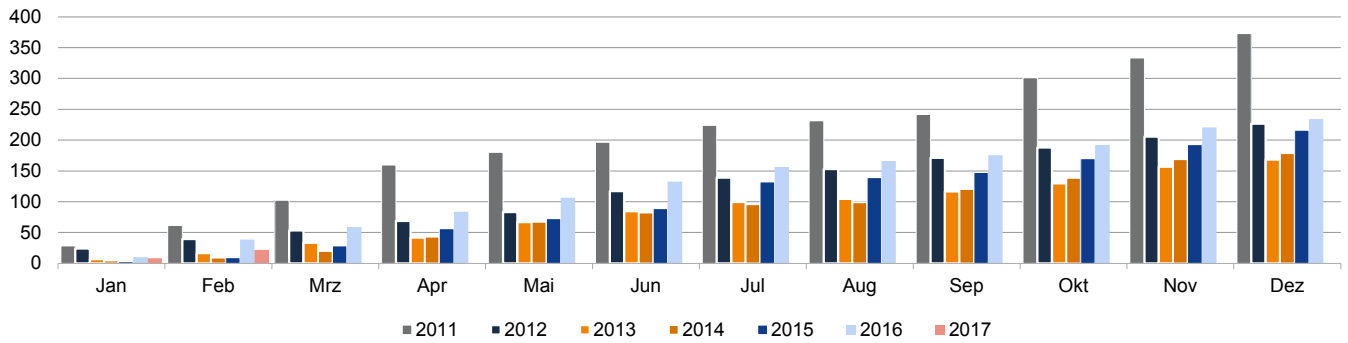


ANTEIL DER LÄNDER 2017YTD



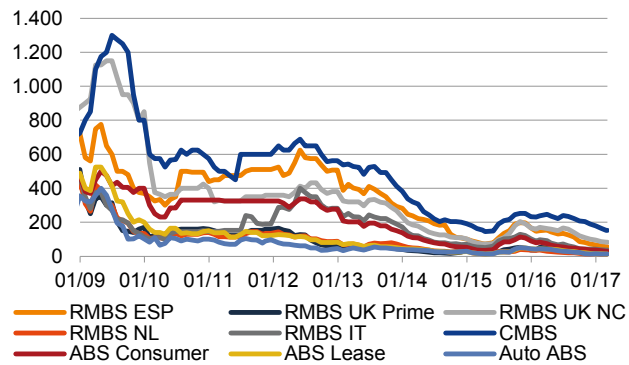
Quelle: DZ BANK Research

KUMULIERTES EMISSIONSVOLUMEN DES EUROPÄISCHEN STRUCTURED FINANCE MARKETS
 IN MRD. EUR



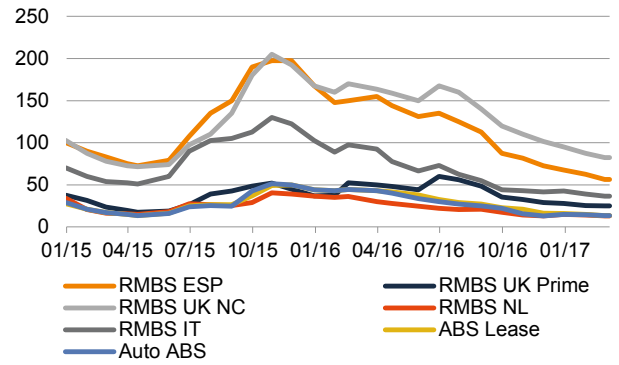
Quelle: DZ BANK Research

SPREADS – LANGFRISTIGE ENTWICKLUNG
 AAA SPREADS IN BASISPUNKTEN



Quelle: DZ BANK Research

SPREADS – KURZFRISTIGE ENTWICKLUNG
 AAA SPREADS IN BASISPUNKTEN



Quelle: DZ BANK Research

WIEDERVERMARKTETE TRANSAKTIONEN IM FEBRUAR

Transaktion	Assetklasse	Land	Originator	Struktur	Spread (Bp.) / WAL (Jahre)					Vol. (Mio.)	Mrd. Euro
					AAA	AA	A	BBB	BB		
Grecale 2015-1	RMBS	IT	Unipol Banca	TS		40 Bp./ 3 J.				407,1	0,41
Summe RMBS											0,41
Summe Gesamt											0,41

NEUEMISSIONEN IM FEBRUAR

Transaktion	Assetklasse	Land	Originator	Volumen (Mio.)	Mrd. Euro
ABS					
Quarzo 2017	Consumer-ABS	IT	Compass Banca SpA	EUR 1.505,0	1,51
Summe ABS					1,51
MBS					
Berica ABS 5	RMBS	IT	Banca Popolare di Vicenza	EUR 618,5	0,62
Cleveland Row Finance 1	CMBS	UK	Cheyne Capital Management	GBP 101,6	0,12
FCT Credit Agricole Habitat 2017	RMBS	FR	Caisse Regionale de Credit Agricole Mu- tuel	EUR 1.136,4	1,14
Finsbury Square 2017-1	RMBS	UK	Kensington Mortgage Company	GBP 469,6	0,56
Land Securities Capital Markets	CMBS	UK	n/a	GBP 700,0	0,82
Lowland 4	RMBS	NL	de Volksbank N.V.	EUR 4.114,2	4,11
Stanlington 2017-1	NC RMBS	UK	Victoria Mortgage Funding Ltd / First Alli- ance Mortgage Company Ltd / Paratus AMC Limited / Amber Homeloans Ltd	GBP 229,9	0,27
Student Finance	CMBS	UK	n/a	GBP 215,0	0,25
Towd Point Mortgage Funding 2017- A11	RMBS	UK	Capital Home Loans Ltd.	GBP 1.000,0	1,17
Summe MBS					9,06
CDO					
Alchera	SME CLO	IT	Banca Apli Marittime / Banca Cassa di Risparmio di Savigliano / Cassa di Risparmio di Cento / Banca Mediocredito del Friuli Venezia Giulia	EUR 770,5	0,77
Carlyle Global Market Strategies Euro 2013-1A	CLO	Mix	CELFA Advisors LLP	EUR 373,2	0,37
Castle Park CLO 1	CLO	Mix	Blackstone GSO Debt Funds Europe Ltd	EUR 331,0	0,33
Cordatus CLO 8	CLO	Mix	CVC Credit Partners LLC	EUR 415,6	0,42
Dryden Leveraged Loan CDO 2014-32	CLO	Mix	Pramerica Investment Management	EUR 280,3	0,28
Newhaven CLO	CLO	Mix	Bain Capital Credit, LP	EUR 324,9	0,32
Palmerston Park CLO 1	CLO	Mix	Blackstone / GSO Corporate Funding Lim- ited	EUR 414,5	0,41
St Pauls CLO 2A	CLO	Mix	Intermediate Capital Managers Ltd	EUR 367,5	0,37
Summe CDO					3,27
Summe					13,84

ABS

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch	DBRS
Transaktion	Quarzo 2017	A	EUR	1.220,0	n/a	fix	0,95%	NR	NR	NR	A(high)
Bloomberg	tbd.	B	EUR	285,0	n/a	fix	2,0%	NR	NR	NR	NR
Assetklasse	Consumer-ABS										
Land	Italien										
Originator	Compass Banca SpA										
Volumen	EUR 1.505,0 Mio.										
Pricing	14.02.2017										

- Die Transaktion wurde einbehalten.
- Das Portfolio besteht aus 151.018 Verträgen mit einer durchschnittlichen Größe von 9.932 Euro. Bei 17% handelt es sich um Neuwagen-, bei 11% um Gebrauchtwagen-, bei 12% um zweckgebundene, und bei 60% um Privatdarlehen.
- Geographische Konzentration: 42,99% Süden, 30,94% Norden, 26,07% Mitte.
- WA Seasoning: 6,22 Monate.

Quelle: DZ BANK Research

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch	DBRS
Transaktion	FCT Credit Agricole Habitat 2017	A	EUR	1000	n/a	3mE	29	Aaa	AAA	NR	AAA
Bloomberg	ACAHB 2017-1	B	EUR	136,4	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR
Assetklasse	RMBS	RES	EUR	0,000001	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR
Land	Frankreich										
Originator	Caisse Regionale de Credit Agricole Mutuel										
Volumen	EUR 1.136,4 Mio.										
Pricing	15.02.2017										

- Debut-Emission von Credit Agricole SA im öffentlichen RMBS-Markt.
- Die A-Tranche wurde öffentlich vermarktet.
- Insgesamt 40 Investoren bekundeten ihr Interesse. Die geografische Investorenverteilung gestaltete sich wie folgt: 42,1% Deutschland, 24,8% Frankreich, 7,7% Niederlande, 7,5% Belgien, 6,6% Luxemburg, 5,2% Italien, 5% Großbritannien und 12% Schweiz. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 53% aus Banken, zu 29% aus Zentralbanken und öffentlichen Einrichtungen und zu 18% aus Fonds zusammen.
- Das Portfolio besteht aus 14.539 Darlehen mit einer durchschnittlichen Größe von 103.377 Euro. Es handelt sich zu 100% um monatlich amortisierende Darlehen sowie zu 100% um Darlehen für Eigenheimfinanzierungen.
- Aufteilung nach Darlehensart: Mortgages (41%), CAMCA Guarantees (51%), Crédit Logement Guarantees (8%).
- Regionale Konzentration: Ile de France (15,93%).
- WA Seasoning: 48 Monate, WA Remaining Term: 190 Monate, WA Original Term to Maturity: 251 Monate.
- WA CLTOV: 74,97%, WA OLTOV: 88,00%.

Transaktion	Finsbury Square 2017-1	A	GBP	380,98	2,21	3mL	70	Aaa	NR	AAA	NR
Bloomberg	FSQ 2017-1	B	GBP	23,26	3,03	3mL	145	Aa1	NR	AA	NR
Assetklasse	RMBS	C	GBP	25,47	3,03	3mL	195	A2	NR	A-	NR
Land	Großbritannien										
Originator	Kensington Mortgage Company										
Volumen	GBP 469,6 Mio.										
Pricing	23.02.2017										

- Die A, B und C-Tranche wurden öffentlich vermarktet und 2,1-mal, 5,8-mal bzw. 4,4-mal gezeichnet.
- Insgesamt 29 Investoren bekundeten ihr Interesse. Die geografische Investorenverteilung gestaltete sich wie folgt: 85% Großbritannien, 9% restliches Europa, 5% USA und 1% Asien. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 77% aus Fonds und zu 23% aus Banken zusammen.
- Das Portfolio besteht aus Darlehen mit einer durchschnittlichen Größe von 148.160 GBP. Bei etwa 16% (in etwa 55,3 Mio. GBP) des vorläufigen Portfolios handelt es sich um Darlehen, die dem Pool der Transaktion „Gemgarto 2012-1“ zugrunde liegen. Diese Darlehen werden nach dem Call der Gemgarto an den Emittenten verkauft (nach Closing, aber vor dem ersten Zinszahlungstermin).
- 1,24% der Darlehen befinden sich mehr als einen Monat im Verzug.
- Es existiert ein Step-Up im März 2020. Für die A, B und C-Tranche von 1,5-mal (gedeckt bei einem Anstieg von 100 Basispunkten), für die D-Tranche von 1-mal und für die Z-Tranche von 1,5-mal.
- A Seasoning: 12,49 Monate.
- WA Original LTV: 73,62%; WA Current LTV: 72,21%.

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz-zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch	DBRS
Transaktion	Land Securities Capital Markets	A12	GBP	400,0	n/a	fix	1,974%	NR	AA	AA	NR
Bloomberg	XS1559392144 XS1559392490	A13	GBP	300,0	n/a	fix	2,399%	NR	AA	AA	NR
Assetklasse	CMBS										
Land	Großbritannien										
Originator	n/a										
Volumen	GBP 700,0 Mio.										
Pricing	01.02.2017										

- Die zwei Tranchen wurden als Teil einer Tender Offer lanciert.
- Die geografische Investorenverteilung der A12 Tranche gestaltete sich wie folgt: 94% Großbritannien, 4% Schweiz und 2% Asien. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 69% aus Fondsmanagern, zu 23% aus Versicherungen, zu 4% aus Zentralbanken, zu 3% aus Pensionsfonds und zu 1% aus Sonstigen zusammen.
- Die geografische Investorenverteilung der A13 Tranche gestaltete sich wie folgt: 97% Großbritannien, 2% Kanada und 1% Schweiz. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 71% aus Fondsmanagern, zu 21% aus Versicherungen, zu 7% aus Pensionsfonds und zu 1% aus Sonstigen zusammen.

Transaktion	Lowland 4	A1	EUR	607,2	5	1mE	50	Aaa	NR	AAA	NR
Bloomberg	LOWLA 4	A2	EUR	2.889,7	5	n/a	n/a	Aaa	NR	AAA	NR
Assetklasse	RMBS	B	EUR	195,5	5	n/a	n/a	Aa1	NR	AAA	NR
Land	Niederlande	C	EUR	216	5	n/a	n/a	Aa3	NR	A-	NR
Originator	de Volksbank N.V	D	EUR	123,5	5	n/a	n/a	Baa1	NR	BB	NR
Volumen	EUR 4.114,2 Mio.	E	EUR	82,3	5	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR
Pricing	17.02.2017										

- Die Transaktion wurde einbehalten.
- Es existiert eine revolvingende Periode von 5 Jahren.
- Das vorläufige Portfolio besteht aus 45.563 Darlehen an 23.417 Schuldner. Bei 38,9% der Darlehen handelt es sich um NHG-Darlehen.
- WA Seasoning: 98 Monate; WA Interest Rate: 3,4%.

Transaktion	Stanlington 2017-1	A	GBP	162,7	n/a	3mL	100	Aaa	AAA	NR	NR
Bloomberg	STNLT 2017-1	B	GBP	20,5	n/a	3mL	185	Aa1	AA	NR	NR
Assetklasse	NC RMBS	C	GBP	11,3	n/a	3mL	235	A2	A+	NR	NR
Land	Großbritannien	D	GBP	6,9	n/a	3mL	285	Baa2	A	NR	NR
Originator	Victoria Mortgage Funding Ltd / First Alliance Mortgage Company Ltd / Paratus AMC Limited / Amber Homeloans Ltd	E	GBP	5,7	n/a	3mL	385	Ba2	BBB+	NR	NR
Volumen	GBP 229,9 Mio.	X	GBP	2,3	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR
Pricing	24.02.2017	Z	GBP	20,5	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR
		R	GBP	0,0001	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR

- Die A bis E-Tranche wurden öffentlich vermarktet.
- 24,19% der Darlehen befinden sich im Verzug. 8,26% hiervon mehr als 90 Tage.
- Das Portfolio besteht aus Darlehen mit einer durchschnittlichen Größe von 128.000 GBP.
- WA OLTV: 85,4%, WA CLTV: 81,89%.
- WA Seasoning: 10,01 Jahre; WA Remaining Term: 13,21 Jahre.

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz-zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch	DBRS
Transaktion	Student Finance		GBP	215,0	n/a	fix	2,6663%	NR	BBB	NR	NR
Bloomberg	XS1527548686										
Assetklasse	CMBS										
Land	Großbritannien										
Originator	n/a										
Volumen	GBP 215,0 Mio.										
Pricing	24.02.2017										

- Das Portfolio besteht aus 13, als Studentenunterkünften genutzten Gebäuden. Insgesamt beinhalten diese 5.684 Bettenplätze. Bis auf ein Gebäude waren/sind alle weiteren Gebäude 2016/2017 vollständig ausgelastet. Der Auslastungsgrad beträgt dementsprechend 99,4%.
- Note To Value Ratio: 53,2%.

Transaktion	Towd Point Mortgage Funding 2017-A11	A1	GBP	732,5	n/a	3mL	85	Aaa	AAA	AAA	AAA
Bloomberg	TPMF 2017-A11X	A2	GBP	50	n/a	3mL	95	Aaa	AA+	AAA	AAA
Assetklasse	RMBS	B	GBP	52,5	n/a	3mL	100	Aa2	AA-	NR	AA
Land	Großbritannien	C	GBP	37,5	n/a	3mL	110	A1	A+	NR	A
Originator	Capital Home Loans Ltd.	D	GBP	37,5	n/a	3mL	130	Baa2	BBB+	NR	NR
Volumen	GBP 1.000,0 Mio.	E	GBP	22,5	n/a	3mL	50	Ba2	BB	NR	NR
Pricing	09.02.2017	Z	GBP	67,5	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR
		SDC	GBP	0	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR
		DC1	GBP	0	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR
		DC2	GBP	0	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR

- Die A1, A2, B und C-Tranche wurden öffentlich vermarktet.
- Insgesamt 28 Investoren bekundeten ihr Interesse. Die geografische Investorenverteilung gestaltete sich wie folgt: 74% Großbritannien, 16% Kontinentaleuropa und 10% Sonstige. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 65% aus Assetmanagern, zu 25% aus Banken, zu 6% aus Zentralbanken und öffentlichen Einrichtungen und zu 4% aus Versicherungen und Pensionsfonds zusammen.
- Die Transaktion wurde von 600 Mio. GBP auf 1 Mrd. GBP erhöht.
- Das Portfolio besteht aus Darlehen mit einer durchschnittlichen Größe von 172.596 GBP. Bei den Darlehen handelt es sich hauptsächlich im Buy-to-Let-Darlehen (92,85%).
- 1,6% der Darlehen befindet sich in Verzug.
- WA Seasoning: 10 Jahre, WA Remaining Term: 12,8 Jahre.
- WA OLTV: 82,63%, WA Interest Rate: 1,55%.

Quelle: DZ BANK Research

CDO

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz-zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch	DBRS
Transaktion	Alchera	A	EUR	473,4	n/a	3mE	40	NR	A	NR	AA
Bloomberg	tbd.	M	EUR	91,4	n/a	3mE	110	NR	BBB-	NR	BBB
Assetklasse	SME CLO	B1	EUR	60,9	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR
Land	Italien	B2	EUR	33,7	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR
Originator	Banca Apli Marittime / Banca Cassa di Risparmio di Savignano / Cassa di Risparmio di Cento / Banca Mediocredito del Friuli Venezia Giulia	B3	EUR	63,5	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR
Volumen	EUR 770,5 Mio.	B4	EUR	47,7	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR
Pricing	10.02.2017										

- Die Transaktion wurde einbehalten.
- WA Seasoning: 4,48 Jahre; WA Current Interest Rate: 2,61%.
- Average LTV: 46,4%.

Transaktion	Carlyle Global Market Strategies Euro 2013-1A	A1R	EUR	236	n/a	3mE	98	Aaa	AAA	NR	NR
Bloomberg	CGMSE 2013-1A	A2R	EUR	56	n/a	3mE	155	Aa2	AA	NR	NR
Assetklasse	CLO	BR	EUR	24	n/a	3mE	235	A2	A	NR	NR
Land	Mix	CR	EUR	23	n/a	3mE	350	Baa2	BBB	NR	NR
Originator	CELF Advisors LLP	DR	EUR	20	n/a	3mE	575	Ba2	BB	NR	NR
Volumen	EUR 373,2 Mio.	ER	EUR	10	n/a	3mE	750	B2	B-	NR	NR
Pricing	02.02.2017	S3	EUR	4,2	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR

- Es handelt sich um eine Refinanzierungstransaktion.

Transaktion	Castle Park CLO 1	A1R	EUR	238	3,3	3mE	100	Aaa	NR	AAA	NR
Bloomberg	CASPK 1X	AA2R	EUR	32	5	3mE	160	Aa2	NR	AA	NR
Assetklasse	CLO	AB2R	EUR	15	5	fix	2,20%	Aa2	NR	AA	NR
Land	Mix	BR	EUR	23	5,6	3mE	230	A2	NR	A	NR
Originator	Blackstone GSO Debt Funds Europe Ltd	CR	EUR	23	6,1	3mE	330	Baa2	NR	BBB	NR
Volumen	EUR 331,0 Mio.										
Pricing	24.02.2017										

- Es handelt sich um eine Refinanzierungstransaktion.

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz-zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch	DBRS
Transaktion	Cordatus CLO 8	A1	EUR	206	n/a	3mE	93	Aaa	AAA	AAA	NR
Bloomberg	CORDA 8X A1	A2	EUR	30	n/a	fix	1,1%	Aaa	AAA	AAA	NR
Assetklasse	CLO	B1	EUR	46	n/a	3mE	160	Aa2	AA	AA	NR
Land	Mix	B2	EUR	10	n/a	fix	1,98%	Aa2	AA	AA	NR
Originator	CVC Credit Partners LLC	C	EUR	24	n/a	3mE	235	A2	A	A	NR
Volumen	EUR 415,6 Mio.	D	EUR	20,8	n/a	3mE	330	Baa2	BBB	BBB	NR
Pricing	10.02.2017	E	EUR	22,2	n/a	3mE	570	Ba2	BB	BB	NR
		F	EUR	11	n/a	3mE	765	B2	B-	B-	NR
		M1	EUR	44,6	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR
		M2	EUR	1	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR

- Es existiert eine Reinvestment-Periode von vier und eine Non-Call-Periode von zwei Jahren.
- Der Collateral-Manager hält den Risikoeinbehalt.

Transaktion	Dryden Leveraged Loan CDO 2014-32	AAVR	EUR	199,25	n/a	6mE	93	Aaa	AAA	NR	NR
Bloomberg	DRYD 2014-32X	ABVR	EUR	31	n/a	fix	1,25%	Aa1	AAA	NR	NR
Assetklasse	CLO	BAVR	EUR	18,42	n/a	6mE	150	Aa1	AA	NR	NR
Land	Mix	BBVR	EUR	31,58	n/a	fix	2,28%	Aa1	AA	NR	NR
Originator	Pramerica Investment Management										
Volumen	EUR 280,3 Mio.										
Pricing	01.02.2017										

- Es handelt sich um eine Refinanzierungstransaktion.

Transaktion	Newhaven CLO	X	EUR	1,5	n/a	3mE	80	Aaa	NR	AAA	NR
Bloomberg	NEWH 1A	A1R	EUR	205,9	5,3	3mE	99	Aaa	NR	AAA	NR
Assetklasse	CLO	A2R	EUR	10	5,3	fix	1,2%	Aaa	NR	AAA	NR
Land	Mix	BR	EUR	35	7,1	3mE	160	Aa2	NR	AA	NR
Originator	Bain Capital Credit, LP	CR	EUR	23,5	7,8	3mE	235	A2	NR	A	NR
Volumen	EUR 324,9 Mio.	DR	EUR	18,6	8,3	3mE	335	Baa2	NR	BBB	NR
Pricing	01.02.2017	ER	EUR	20,4	8,9	3mE	570	Ba2	NR	BB	NR
		FR	EUR	10	9,4	3mE	850	B2	NR	B-	NR

- Es handelt sich um eine Refinanzierungstransaktion.

Transaktion	Palmerston Park CLO 1	A1A	EUR	233	5,3	3mE	92	Aaa	NR	AAA	NR
Bloomberg	PALMP 1X	A1B	EUR	10	5,3	fix	1,15%	Aaa	NR	AAA	NR
Assetklasse	CLO	A2A	EUR	26	7,1	3mE	160	Aa2	NR	AA	NR
Land	Mix	A2B	EUR	20	7,1	3mE	179	Aa2	NR	AA	NR
Originator	Blackstone / GSO Corporate Funding Limited	B1	EUR	14	7,7	3mE	230	A2	NR	A	NR
Volumen	EUR 414,5 Mio.	B2	EUR	10	7,7	3mE	249	A2	NR	A	NR
Pricing	17.02.2017	C	EUR	21	8,2	3mE	330	Baa2	NR	BBB	NR
		D	EUR	24,5	8,8	3mE	537	Ba2	NR	BB	NR
		E	EUR	11	9,3	3mE	810	B2	NR	B-	NR
		SUB	EUR	45	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR	NR

- Es existiert eine Reinvestment-Periode von vier und eine Non-Call-Periode von zwei Jahren.
- Bei den Klasse A-2B sowie der Klasse B-2 existiert bis zum Ende der Non-Call-Periode kein Euribor-Floor von 0%.

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch	DBRS
Transaktion	St Pauls CLO 2A	AR	EUR	241,5	5,3	3mE	103	NR	AAA	AAA	NR
Bloomberg	SPAUL 2A	BR	EUR	40	7,1	3mE	160	NR	AA	AA	NR
Assetklasse	CLO	CR	EUR	28,5	7,8	3mE	240	NR	A	A	NR
Land	Mix	DR	EUR	21,5	8,3	3mE	340	NR	BBB	BBB	NR
Originator	Intermediate Capital Managers Ltd	ER	EUR	25	8,9	3mE	550	NR	BB	BB	NR
Volumen	EUR 367,5 Mio.	FR	EUR	11	9,4	3mE	730	NR	B-	B-	NR
Pricing	09.02.2017										

- Es handelt sich um eine Refinanzierungstransaktion.

Quelle: DZ BANK Research

AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN IM FEBRUAR

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
27.02.2017	REVOCAR 2015-1	A	S&P	Upgrade	AA	AAA
ABS	Deutschland REVOC 2015-1					
22.02.2017	MULTI LEASE AS 2	A	Fitch	Upgrade	A-	AA+
ABS	Italien MULTL 2					
20.02.2017	VOLKSWAGEN CAR LEASE 21	B	S&P	Upgrade	A+	AA
ABS	Deutschland VCL 21					
14.02.2017	BAVARIAN SKY FRE1	B	Moody's	Upgrade	A2	Aaa
ABS	Frankreich BSKY FRE1					
14.02.2017	BUMPER 6	B	Moody's	Upgrade	Aa1	Aaa
ABS	Niederlande BUMP 6					
14.02.2017	MOTOR 2015-1	B	Moody's	Upgrade	A2	Aa1
ABS	Großbritannien MOTOR 2015-1X					
02.02.2017	DRIVER 13	B	Moody's	Upgrade	A1	Aa1
ABS	Deutschland DRVON 13					
02.02.2017	DRIVER FRANCE FCT 2	B	Moody's	Upgrade	A1	Aa1
ABS	Frankreich DRIFR 2					
02.02.2017	PRIVATE DRIVER 2014-4	B	Moody's	Upgrade	Aa3	Aa1
ABS	Deutschland DRVPR 2014-4					
02.02.2017	PRIVATE VCL 2016-1	B	Moody's	Upgrade	A1	Aa1
ABS	Deutschland VCLPR 2016-1					
02.02.2017	VOLKSWAGEN CAR LEASE 22	B	Moody's	Upgrade	Aa3	Aa1
ABS	Deutschland VCL 22					
01.02.2017	E-CARAT 4	B	Moody's	Upgrade	Aa1	Aaa
ABS	Großbritannien ECARA 4					
28.02.2017	PYME TDA CAM 2	2SA	Fitch	Upgrade	A+	AA+
CLO	Spanien TDCAM 2	3SA	Fitch	Upgrade	B	BB+
28.02.2017	STRAWINSKY 2007-1	D	S&P	Upgrade	CCC-	CCC
CLO	Diverse STRAW 2007-1A					
27.02.2017	FAXTOR ABS 2004-1	BE	Moody's	Upgrade	Aa2	Aa1
CDO	Diverse FAXT 2004-1X	BF	Moody's	Upgrade	Aa2	Aa1
		S	Moody's	Upgrade	Aa1	Aaa
27.02.2017	PANGAEA ABS 2007-1	A	S&P	Upgrade	BBB+	A
CDO	Diverse PGAEA 2007-1					
24.02.2017	ARES EURO CLO 2007-2	B	Moody's	Upgrade	Aa1	Aaa
CLO	Diverse ARESE 2007-2A	C	Moody's	Upgrade	A1	Aa2
		D	Moody's	Upgrade	Baa1	A3

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
24.02.2017	EUROCREDIT CDO VIII-X	D	S&P	Upgrade	BB+	BBB-
CLO	Diverse	E	Moody's	Upgrade	Ba3	Baa3
	EUROC VIII-X	E	S&P	Upgrade	B-	B+
21.02.2017	CADOGAN SQUARE CLO 4	B1	S&P	Upgrade	AA+	AAA
CLO	Diverse	B2	S&P	Upgrade	AA+	AAA
	CADOG 4X	C	S&P	Upgrade	AA	AA+
		D	S&P	Upgrade	BBB+	A+
21.02.2017	EUROCREDIT CDO VII-X	C	S&P	Upgrade	AA+	AAA
CLO	Diverse	D	S&P	Upgrade	BB+	BBB+
	EUROC VII-X					
20.02.2017	REGENT'S PARK CDO 1	C	Moody's	Upgrade	Aa1	Aaa
CLO	Diverse	D	Moody's	Upgrade	A3	Aa3
	REGP 1X	E	Moody's	Upgrade	Ba2	Baa3
17.02.2017	BBVA CONSUMO FTA 6	A	S&P	Upgrade	BBB	A-
ABS	Spanien					
	BBVAC 6					
28.02.2017	ASTI FINANCE 2010-1	A	S&P	Upgrade	A+	AA-
RMBS	Italien					
	ASTIF 2010-1					
28.02.2017	EUROHOME UK MORTGAGES 2007-1	B1	Fitch	Upgrade	B	B+
RMBS	Großbritannien	M1	Fitch	Upgrade	BBB	A-
	EHMU 2007-1	M2	Fitch	Upgrade	BB+	BBB-
28.02.2017	EUROHOME UK MORTGAGES 2007-2	A3	Fitch	Upgrade	A+	AA+
RMBS	Großbritannien	M1	Fitch	Upgrade	BBB	A-
	EHMU 2007-2	M2	Fitch	Upgrade	BB	BBB-
28.02.2017	MARBLE ARCH RESIDENTIAL SECURITISATION NO.4 4	D1A	Fitch	Affirmation	BBB+/ Watch positive	BBB+
RMBS	Großbritannien	D1C	Fitch	Affirmation	BBB+/ Watch positive	BBB+
	MARS4 4X	E1C	Fitch	Upgrade	B/ Watch positive	B+
27.02.2017	ECLIPSE 2007-2	B	S&P	Downgrade	B-	CCC-
CMBS	Diverse					
	ECLIP 2007-2X					
27.02.2017	EUROSAIL 2007-PR1	A2	Fitch	Upgrade	AA-	AAA
RMBS	Großbritannien	B	Fitch	Upgrade	BBB	A+
	ESAIL 2007-PR1X	C	Fitch	Upgrade	CC	BB
		M	Fitch	Upgrade	A	A+
27.02.2017	TDA IBERCAJA 2	A	S&P	Upgrade	BBB	AA-
RMBS	Spanien	B	S&P	Upgrade	BB+	BBB
	TDAI 2					
24.02.2017	AYT CAJAGRANADA HIPOTECARIO 2007-1	A	S&P	Upgrade	A-	AA-
RMBS	Spanien	B	S&P	Downgrade	BB	B+
	GRANA 2007-1	C	S&P	Downgrade	CCC	CC
24.02.2017	AYT COLATERALES GLOBAL HIPOTECARIO 2007-CGR1	B	Moody's	Upgrade	B1	Ba1
RMBS	Spanien					
	AYTCG 2007-CGR1					
24.02.2017	AYT COLATERALES GLOBAL HIPOTECARIO 2008-CC1	B	Moody's	Upgrade	Baa2	A3
RMBS	Spanien	C	Moody's	Upgrade	Caa1	B3
	AYTCG 2008-CC1					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
24.02.2017	AYT GENOVA HIPOTECARIO II	B	S&P	Upgrade	BBB-	A+
RMBS	Spanien AYTGH II					
24.02.2017	AYT GENOVA HIPOTECARIO III	B	S&P	Upgrade	BBB-	A
RMBS	Spanien AYTGH III					
24.02.2017	AYT GENOVA HIPOTECARIO IV	B	S&P	Upgrade	BB+	BBB+
RMBS	Spanien AYTGH IV					
24.02.2017	AYT GENOVA HIPOTECARIO VI	C	S&P	Upgrade	BBB-	BBB+
RMBS	Spanien AYTGH VI					
24.02.2017	AYT GENOVA HIPOTECARIO X	B	S&P	Upgrade	BBB-	A-
RMBS	Spanien AYTGH X	C	S&P	Upgrade	BB-	BBB+
24.02.2017	AYT GENOVA HIPOTECARIO XI	C	S&P	Upgrade	BBB	A-
RMBS	Spanien AYTGH XI	D	S&P	Upgrade	BB-	BBB
24.02.2017	AYT GENOVA HIPOTECARIO XII	A	Moody's	Upgrade	Aa3	Aa2
RMBS	Spanien AYTGH XII	B	Moody's	Upgrade	Baa3	Baa2
24.02.2017	AYT HIPOTECARIO M2	CH2	Moody's	Upgrade	A1	Aa2
RMBS	Spanien AYTH M2					
24.02.2017	BANCAJA BVA VPO FTA 2009-1	C	Moody's	Upgrade	Aa3	Aa2
RMBS	Spanien BCVPO 2009-1	D	Moody's	Upgrade	A2	A1
24.02.2017	BANCAJA FONDO DE TITULIZACION 3	C	Moody's	Upgrade	Ba3	Baa3
RMBS	Spanien BCJAF 3					
24.02.2017	BANCAJA FONDO DE TITULIZACION 4	B	Moody's	Upgrade	Baa1	A3
RMBS	Spanien BCJAF 4	C	Moody's	Upgrade	Ba3	Ba1
24.02.2017	BANCAJA FONDO DE TITULIZACION 8	C	Moody's	Upgrade	A3	A2
RMBS	Spanien BCJAF 8	D	Moody's	Upgrade	Ba2	Baa3
24.02.2017	BANKINTER FONDO DE TITULIZACION HIPOTECAR- IA 10	B	S&P	Upgrade	BBB+	A
RMBS	Spanien BFTH 10	C	S&P	Upgrade	BB	BB+
24.02.2017	BANKINTER FONDO DE TITULIZACION HIPOTECAR- IA 11	B	S&P	Upgrade	A+	AA-
RMBS	Spanien BFTH 11	C	S&P	Upgrade	BB+	BBB+
24.02.2017	BANKINTER FONDO DE TITULIZACION HIPOTECAR- IA 13	B	S&P	Upgrade	BBB+	A+
RMBS	Spanien BFTH 13	C	S&P	Upgrade	BB	BBB
		D	S&P	Upgrade	B-	B+
24.02.2017	BANKINTER FONDO DE TITULIZACION HIPOTECAR- IA 3	C	Moody's	Upgrade	Aa3	Aa2
RMBS	Spanien BFTH 3					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
24.02.2017	BANKINTER FONDO DE TITULIZACION HIPOTECAR- IA 4	A	S&P	Upgrade	AA-	AA+
RMBS	Spanien BFTH 4					
24.02.2017	BANKINTER FONDO DE TITULIZACION HIPOTECAR- IA 5	A	S&P	Upgrade	A+	AA-
RMBS	Spanien BFTH 5	B C	S&P S&P	Upgrade Upgrade	BBB+ BB+	A+ BBB+
24.02.2017	BANKINTER FONDO DE TITULIZACION HIPOTECAR- IA 7	C	Moody's	Upgrade	Ba1	Baa3
RMBS	Spanien BFTH 7					
24.02.2017	BANKINTER FONDO DE TITULIZACION HIPOTECAR- IA 8	B	S&P	Upgrade	BBB+	A
RMBS	Spanien BFTH 8	C	S&P	Upgrade	BB	BBB-
24.02.2017	BBVA RMBS FTA 2007-1	B	Moody's	Upgrade	Ba1	Baa3
RMBS	Spanien BBVAR 2007-1					
24.02.2017	BBVA RMBS FTA 2012-11	A	Moody's	Upgrade	Aa3	Aa2
RMBS	Spanien BBVAR 2012-11					
24.02.2017	CAJA INGENIEROS 2012-1	B	Moody's	Upgrade	A3	Aa3
RMBS	Spanien CAING 2012-1					
24.02.2017	DECO 2006-E4	A2	Fitch	Upgrade	BB+/ Watch positive	A
CMBS	Diverse DECO 2006-E4X	B	Fitch	Upgrade	B+/ Watch positive	BB
24.02.2017	EUROSAIL 2006-4	B1A	Fitch	Upgrade	A	A+
RMBS	Großbritannien ESAIL 2006-4X	C1A C1C	Fitch Fitch	Upgrade Upgrade	BBB BBB	BBB+ BBB+
		D1A D1C	Fitch Fitch	Upgrade Upgrade	B B	B+ B+
24.02.2017	EUROSAIL 2007-1	B1A	Fitch	Upgrade	BBB	BBB+
RMBS	Großbritannien ESAIL 2007-1X	B1C C1A	Fitch Fitch	Upgrade Upgrade	BBB BB	BBB+ BBB-
		D1A D1C	Fitch Fitch	Upgrade Upgrade	CCC CCC	B+ B+
24.02.2017	EUROSAIL 2007-2	C1A	Fitch	Upgrade	BB	BBB
RMBS	Großbritannien ESAIL 2007-2X					
24.02.2017	EUROSAIL 2007-6NC	B1A	Fitch	Upgrade	BB	BB+
RMBS	Großbritannien ESAIL 2007-6NCX	C1A D1A	Fitch Fitch	Upgrade Upgrade	B- CC	BB CCC
24.02.2017	GOYA HIPOTECARIO 2011-4	B	Moody's	Upgrade	Baa3	A2
RMBS	Spanien GOYAH 2011-4					
24.02.2017	HIPOCAT HIPO-6	B	Moody's	Upgrade	Aa3	Aa2
RMBS	Spanien HIPO HIPO-6	C	Moody's	Upgrade	A2	Aa3
24.02.2017	ICO-FTVPO 2009-1	C	Moody's	Upgrade	Baa3	Baa1
RMBS	Spanien ICOFT 2009-1					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
24.02.2017	IM CAJAMAR 1	B	Moody's	Upgrade	Aa3	Aa2
RMBS	Spanien	C	Moody's	Upgrade	Baa2	Baa1
	IMCAJ 1					
24.02.2017	MBS BANCAJA FTA 1	D	Moody's	Upgrade	A2	Aa3
RMBS	Spanien					
	BCJAM 1					
24.02.2017	MBS BANCAJA FTA 4	A2	Moody's	Upgrade	A1	Aa3
RMBS	Spanien	A3	Moody's	Upgrade	A1	Aa3
	BCJAM 4					
24.02.2017	MBS BANCAJA FTA 6	C	Moody's	Upgrade	Aa3	Aa2
RMBS	Spanien	D	Moody's	Upgrade	Baa1	A2
	BCJAM 6					
24.02.2017	RURAL HIPOTECARIO FONDO DE TITULIZACION 11	A	Moody's	Upgrade	Aa3u	Aa2u
RMBS	Spanien	B	Moody's	Upgrade	Baa1u	A3u
	RHIPO 11					
24.02.2017	RURAL HIPOTECARIO FONDO DE TITULIZACION 12	B	Moody's	Upgrade	Baa1u	A3u
RMBS	Spanien					
	RHIPO 12					
24.02.2017	RURAL HIPOTECARIO FONDO DE TITULIZACION 4	B	Moody's	Upgrade	Aa3	Aa2
RMBS	Spanien					
	RHIPO 4					
24.02.2017	RURAL HIPOTECARIO GLOBAL I	B	Moody's	Upgrade	A3	Aa2
RMBS	Spanien	C	Moody's	Upgrade	Ba3	Baa2
	RHIPG I					
24.02.2017	TDA CAM 5	A	Moody's	Upgrade	Aa3	Aa2
RMBS	Spanien	B	Moody's	Upgrade	B3	B1
	TDAC 5					
24.02.2017	TDA CAM 9	A1	Moody's	Upgrade	A3	A1
RMBS	Spanien	A2	Moody's	Upgrade	A3	A1
	TDAC 9	A3	Moody's	Upgrade	A3	A1
24.02.2017	TDA IBERCAJA 1	B	Moody's	Upgrade	Baa1	A3
RMBS	Spanien	C	Moody's	Upgrade	Baa3	Baa2
	TDAI 1					
24.02.2017	TDA IBERCAJA 7	A	S&P	Upgrade	AA-	AA+
RMBS	Spanien	B	S&P	Upgrade	BB-	BB
	TDAI 7					
24.02.2017	TITULIZACION DE ACTIVOS 15	B1	Moody's	Upgrade	A2	Aa3
RMBS	Spanien	B2	Moody's	Upgrade	A2	A1
	TDA 15					
24.02.2017	TITULIZACION DE ACTIVOS 18	B1	Moody's	Upgrade	Aa3	Aa2
RMBS	Spanien					
	TDA 18					
24.02.2017	TITULIZACION DE ACTIVOS 19	C	Moody's	Upgrade	Aa3	Aa2
RMBS	Spanien	D	Moody's	Upgrade	Baa3	Baa2
	TDA 19					
24.02.2017	TITULIZACION DE ACTIVOS 22	B2	Moody's	Upgrade	A1	Aa3
RMBS	Spanien					
	TDA 22					
24.02.2017	VALENCIA HIPOTECARIO 1	B	Moody's	Upgrade	A1	Aa2
RMBS	Spanien	C	Moody's	Upgrade	Baa2	A3
	BVA 1					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
23.02.2017	GRECALE ABS 2009-1	A	S&P	Upgrade	A	A+
RMBS	Italien GREC 2009-1					
23.02.2017	RIVOLI PAN EUROPE 2006-1	B	Fitch	Downgrade	B	CCC
CMBS	Diverse RIVOL 2006-1					
22.02.2017	AYT COLATERALES GLOBAL HIPOTECARIO 2007-CCM1	A	Fitch	Downgrade	A-	BBB+
RMBS	Spanien AYTCG 2007-CCM1	B	Fitch	Downgrade	BB	B
22.02.2017	AYT COLATERALES GLOBAL HIPOTECARIO 2008-CC1	A	Fitch	Downgrade	A+	A-
RMBS	Spanien AYTCG 2008-CC1	C	Fitch	Upgrade	B	B+
21.02.2017	BBVA RMBS FTA 2013-12	B	S&P	Upgrade	BBB	BBB+
RMBS	Spanien BBVAR 2013-12					
21.02.2017	DEVA FINANCING 2008-1	A4	S&P	Upgrade	AA+	AAA
RMBS	Großbritannien DEVA 2008-1					
21.02.2017	EUROHOME ITALY MORTGAGES 2007-1	A	S&P	Downgrade	BB-	B-
RMBS	Italien EHMI 2007-1					
21.02.2017	PARAGON MORTGAGES 13	B1A	S&P	Upgrade	A-	A+
RMBS	Großbritannien PARGN 13X	B1B C1A C1B	S&P S&P S&P	Upgrade Upgrade Upgrade	A- BBB+ BBB+	A+ A A
21.02.2017	PARAGON SECURED FINANCE 1	A	S&P	Upgrade	AA+	AAA
RMBS	Großbritannien PSF 1	B C	S&P S&P	Upgrade Upgrade	A- BB	AA AA-
17.02.2017	AYT FONDO DE TITULIZACION 11	A	S&P	Upgrade	A-	AA+
RMBS	Spanien AYT 11					
17.02.2017	MONASTERY 2004-I	C	S&P	Upgrade	A	AA-
RMBS	Niederlande MONAS 2004-I	D	S&P	Upgrade	BBB	AA-
17.02.2017	TITAN EUROPE 2007-2	A2	S&P	Downgrade	CCC	CCC-
CMBS	Diverse TITN 2007-2X					
16.02.2017	BRUNEL RESIDENTIAL MORTGAGE SECURITISATION 2007-1	C4A	Fitch	Upgrade	A+	AA
RMBS	Großbritannien BRNL 2007-1X	C4B	Fitch	Upgrade	A+	AA
15.02.2017	AYT CAJAMURCIA HIPOTECARIO F.T.A. II	A	Fitch	Downgrade	AA-	A+
RMBS	Spanien AYTCH II	B	Fitch	Downgrade	A+	BBB+
15.02.2017	AYT COLATERALES GLOBAL HIPOTECARIO 2007-CGR1	B	Fitch	Upgrade	B	BB+
RMBS	Spanien AYTCG 2007-CGR1					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
15.02.2017	EUROSAIL 2006-1	C1A	Fitch	Upgrade	BBB+	A+
RMBS	Großbritannien	C1C	Fitch	Upgrade	BBB+	A+
	ESAIL 2006-1X	D1A	Fitch	Upgrade	B	BB+
		D1C	Fitch	Upgrade	B	BB+
		E	Fitch	Upgrade	CCC	B
15.02.2017	EUROSAIL 2006-2	B1A	Fitch	Upgrade	AA	AA+
RMBS	Großbritannien	C1A	Fitch	Upgrade	BBB	A
	ESAIL 2006-2X	C1C	Fitch	Upgrade	BBB	A
		D1A	Fitch	Upgrade	B	BB+
		D1C	Fitch	Upgrade	B	BB+
15.02.2017	EUROSAIL 2006-3	C1A	Fitch	Upgrade	BBB-	BBB
RMBS	Großbritannien	C1C	Fitch	Upgrade	BBB-	BBB
	ESAIL 2006-3X	D1A	Fitch	Upgrade	B-	BB-
		D1C	Fitch	Upgrade	B-	BB-
15.02.2017	INFINITY SOPR	A	Fitch	Upgrade	BB	A
CMBS	Diverse	C	Fitch	Downgrade	CC	C
	INFIN SOPR					
14.02.2017	E-MAC NL04-I	A	Fitch	Downgrade	AAA/ Watch negative	A/ Watch negative
RMBS	Niederlande	B	Fitch	Downgrade	AA+/ Watch negative	A/ Watch negative
	E-MAC NL04-I	C	Fitch	Watch negative	A-	A-/ Watch negative
14.02.2017	E-MAC NL04-II	A	Fitch	Downgrade	AAA/ Watch negative	A
RMBS	Niederlande	B	Fitch	Downgrade	AA/ Watch negative	A
	E-MAC NL04-II					
14.02.2017	E-MAC NL05-3	A	Fitch	Downgrade	AAA/ Watch negative	A/ Watch negative
RMBS	Niederlande	B	Fitch	Downgrade	AA-/ Watch negative	A/ Watch negative
	E-MAC NL05-3	D	Fitch	Watch negative	BB+	BB+/ Watch negative
14.02.2017	E-MAC NL05-I	A	Fitch	Downgrade	AAA/ Watch negative	A+
RMBS	Niederlande	B	Fitch	Downgrade	AA/ Watch negative	A+
	E-MAC NL05-I					
14.02.2017	E-MAC NL06-2	A	Fitch	Downgrade	AAA/ Watch negative	A/ Watch negative
RMBS	Niederlande	B	Fitch	Downgrade	AA-/ Watch negative	BBB/ Watch negative
	E-MAC NL06-2	C	Fitch	Downgrade	A-/ Watch negative	BB+/ Watch negative
		D	Fitch	Downgrade	B	CCC/ Watch negative
14.02.2017	E-MAC PROGRAM 2006-3	A2	Fitch	Downgrade	AAA/ Watch negative	A/ Watch negative
RMBS	Niederlande	B	Fitch	Watch negative	BBB+	BBB+/ Watch negative
	EMACP 2006-3	C	Fitch	Watch negative	BB	BB/ Watch negative
		D	Fitch	Watch negative	CCC	CCC/ Watch negative
14.02.2017	E-MAC PROGRAM 2007-1	A2	Fitch	Downgrade	AAA/ Watch negative	A
RMBS	Niederlande					
	EMACP 2007-1					
14.02.2017	E-MAC PROGRAM 2007-NL3	A2	Fitch	Downgrade	AAA/ Watch negative	A+
RMBS	Niederlande	C	Fitch	Upgrade	BB	BB+
	EMACP 2007-NL3X					
14.02.2017	E-MAC PROGRAM 2007-NL4	A	Fitch	Downgrade	AAA/ Watch negative	A-
RMBS	Niederlande	B	Fitch	Downgrade	A-	BBB-
	EMACP 2007-NL4	C	Fitch	Downgrade	BB	B+
14.02.2017	E-MAC PROGRAM 2008-1	A2	Fitch	Affirmation	AAA/ Watch negative	AAA
RMBS	Niederlande	B	Fitch	Downgrade	AA-	A-
	EMACP 2008-1	D	Fitch	Downgrade	B	CCC
14.02.2017	E-MAC PROGRAM 2008-NL4	A	Fitch	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA
RMBS	Niederlande	B	Fitch	Downgrade	AA/ Watch negative	A
	EMACP 2008-NL4	D	Fitch	Downgrade	B	CCC/ Watch negative

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
01.02.2017	FIRST FLEXIBLE 7	B	Fitch	Upgrade	AA	AAA
RMBS	Großbritannien FLEX 7					
01.02.2017	MBS BANCAJA FTA 1	D	Fitch	Upgrade	A-	A
RMBS	Spanien BCJAM 1					
14.02.2017	AYT COLATERALES GLOBAL EMPRESAS 2009-CG1	D	Fitch	Downgrade	A	A-
CLO	Spanien AYTGE 2009-CG1					
14.02.2017	GROSVENOR PLACE CLO III-A	C	Moody's	Upgrade	Aa3	Aaa
CLO	Diverse GROSV III-A	D	Moody's	Upgrade	Ba1	A2
13.02.2017	FTA SANTANDER EMPRESAS 2	C	S&P	Upgrade	AA-	AA+
CLO	Spanien SANTM 2	D	S&P	Upgrade	BBB+	A+
		E	S&P	Upgrade	B-	BBB+
13.02.2017	LEVERAGED FINANCE EUROPE CAPITAL III	D	S&P	Downgrade	CCC-	D
CLO	Diverse LFE III	E	S&P	Downgrade	CCC-	CC
13.02.2017	WOOD STREET CLO I	D1	Moody's	Upgrade	Baa2	Baa1
CLO	Diverse WODST I	D2	Moody's	Upgrade	Baa2	Baa1
		E	Moody's	Upgrade	B1	Ba3
10.02.2017	ALCHERA SPV 1	A	S&P	Downgrade	A+	A
CDO	Italien ALCH 1					
10.02.2017	CAJAMAR EMPRESAS 2013-5	B	Fitch	Upgrade	BB	BB+
CLO	Spanien IMCEM 2013-5					
10.02.2017	HONOURS 2	A1	Moody's	Affirmation	A3/ Watch negative	A3
CDO	Großbritannien HNRS 2	A2	Moody's	Affirmation	A3/ Watch negative	A3
		B	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	B2
		C	Moody's	Downgrade	B1/ Watch negative	Caa2
		D	Moody's	Downgrade	Caa1/ Watch negative	Caa3
10.02.2017	ST PAULS CLO 1	B	Moody's	Upgrade	Aa2	Aaa
CLO	Diverse SPAUL 1X	C	Moody's	Upgrade	A3	Aa3
		D	Moody's	Upgrade	Ba2	Ba1
09.02.2017	LEOPARD CLO V-X	D	Moody's	Upgrade	Baa1	Aa2
CLO	Diverse LEOP V-X	E1	Moody's	Upgrade	B3	Ba1
		E2	Moody's	Upgrade	B3	Ba1
		F	Moody's	Upgrade	Caa3	B3
08.02.2017	ARTS 33	NOTE	Fitch	Downgrade	A-	BBB+
CDO	Diverse AKBAN 33					
08.02.2017	ARTS 34	NOTE	Fitch	Downgrade	A-	BBB+
CDO	Diverse AKBAN 34					
08.02.2017	ARTS 35	NOTE	Fitch	Downgrade	A-	BBB+
CDO	Diverse AKBAN 35					
08.02.2017	BOSPHORUS FINANCIAL SERVICES 2012-D	NOTE	Fitch	Downgrade	A-	BBB+
CDO	Diverse BOSPH 2012-D					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
08.02.2017	ZOO II-X	A2	S&P	Upgrade	BBB-	A-
CDO	Diverse	B	S&P	Upgrade	BB	BBB+
	ZOO II-X	C	S&P	Upgrade	BB-	BB+
06.02.2017	PDM CLO 2007-1	C	Moody's	Upgrade	Aa2	Aaa
CLO	Niederlande	D	Moody's	Upgrade	Baa1	A2
	PDM 2007-1X					
03.02.2017	MERCATOR CLO III-X	B1	Moody's	Upgrade	A1	Aa2
CLO	Diverse	B2	Moody's	Upgrade	Ba1	Baa3
	MERCT III-X					
02.02.2017	AQUILAE CLO 2006-1	D	Moody's	Upgrade	A2	Aa2
CLO	Diverse					
	AQUIL 2006-1X					
02.02.2017	AVONDALE SECURITIES 2007-1	A2	S&P	Upgrade	BBB-	BBB
CSO	Diverse					
	AVOND 2007-1					
02.02.2017	EURO GALAXY CLO 2007-2	B	S&P	Upgrade	AA+	AAA
CLO	Diverse	C	S&P	Upgrade	A+	AA+
	EGLXY 2007-2X	D	S&P	Upgrade	BBB-	BBB+
02.02.2017	SUNRISE 2014-2	M	Fitch	Upgrade	A+	AA+
CDO	Italien					
	SUNRI 2014-2					
02.02.2017	SUNRISE 2015-1	M	Fitch	Upgrade	A+	AA+
CDO	Italien					
	SUNRI 2015-1					
02.02.2017	SUNRISE 2015-2	M1	Fitch	Upgrade	A+	AA-
CDO	Italien	M2	Fitch	Upgrade	A+	AA-
	SUNRI 2015-2					
01.02.2017	FAB 2002-1	A2	Moody's	Upgrade	A3	A2
CDO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	Ca	Caa2
	FAB 2002-1					
01.02.2017	FTPYME SANTANDER 9	B	S&P	Upgrade	B-	BBB+
CLO	Spanien					
	SANFT 9					
01.02.2017	MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT GARDA 2006-1	C	Moody's	Upgrade	Aa2	Aaa
CLO	Diverse	D	Moody's	Upgrade	Ba1	Baa3
	GARDC 2006-1X					

Quelle: Ratingagenturen, Bloomberg

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender),
Hans-Bernd Wolberg (stv. Vorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann
Lars Hille, Wolfgang Köhler, Karl-Heinz Moll, Dr. Cornelius Riese, Michael Speth
Thomas Ullrich, Frank Westhoff, Stefan Zeidler

Aufsichtsratsvorsitzender: Helmut Gottschalk

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main,
Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt
am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-
Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten
BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung
des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V.
angeschlossen:

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und
Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2017
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung
der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese *Sonstige Research-Information* wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.

1.2 *Sonstige Research-Informationen* sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten oder bestimmte Finanzinstrumente enthalten**. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut | Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch:

– **Europäische Zentralbank - www.ecb.europa.eu**
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - www.bafin.de**
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60349 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

Research-Publikationen (*Finanzanalysen* und *Sonstige Research-Informationen*) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.

4. Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen

Nicht jede Sonstige Research-Information enthält eine Aussage über eine bestimmte Investition oder deren Bewertung. Die verwendeten Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen der DZ BANK haben die nachfolgenden Bedeutungen.

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation (DZ BANK Portfolio)**, ihrer definierten **Branchenstrategie Euro-Stoxx (DZ BANK Sektorfavoriten)**, ihrer definierten Bewertung von *Auszah-*

lungen an Berechtigte (DZ BANK Dividendenaristokraten) und ihr **CRESTA-SCORE-MODELL**, sind keine selbstständigen Anlagekategorien und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der zugehörigen *Methoden* wird hingewiesen.

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.

4.3 Aktienindizes

Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen Währungsraum orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden Währungsraum zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein.

„Attraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von **sechs bis zwölf** Monaten einen **überdurchschnittlichen und positiven Ertrag** zeigen kann.

„Unattraktiv“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von **sechs bis zwölf** Monaten **nur sehr niedrige Erträge oder auch Verluste** zeigen kann.

„Neutral“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von **sechs bis zwölf** Monaten **geringe oder durchschnittliche Erträge** zeigen kann.

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Maßgebend für die **Allokation von Marktsegmenten** ist der Vergleich eines Subsegments zur Gesamtheit der Subsegmente des Marktes:

„Übergewichten“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment eine **deutlich bessere Performance** als die Gesamtheit der Subsegmente zeigen kann.

„Untergewichten“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment eine **deutlich schlechtere Performance** als die Gesamtheit der Subsegmente zeigen kann.

„Neutral gewichten“ bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment im Vergleich zur Gesamtheit der Subsegmente **keine deutlichen Performanceunterschiede** zeigen wird.

4.6 Derivate

Bei Derivaten (**Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future**) **indizieren** die verwendeten **Pfeile (↑)(↓)(→)** **nur die Trendrichtung**, beinhalten jedoch **keine Anlageempfehlung**. Die Trendrichtung leitet sich allein aus der Anwendung allgemein anerkannter **technischer** Analyseindikatoren ab, **ohne** eine eigene **Bewertung des Analysten** wiederzugeben.

4.7 Rohstoffe

„Pfeil nach oben (↑)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete **absolute Kurssteigerung** größer ist als 10%.

„Pfeil nach unten (↓)“ bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete **absolute Kursverfall** größer ist als 10%.

„Pfeil nach rechts (→)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete **absolute Kursveränderung** zwischen +10% und -10% liegt.

4.8 Credit Trend Emittenten

Basierend auf der Einschätzung zur Ratingentwicklung der Agenturen sowie dem **DZ BANK CRESTA-SCORE** Prognose-Modell gilt:

„Positiv“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten Heraufstufungen durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch,

„Negativ“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten Ratingverschlechterungen durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch,

„Stabil“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten unveränderter Ratings durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch

Hat keine der Agenturen S&P, Moody's und Fitch ein Rating vergeben, erfolgt keine Einschätzung zum Credit-Trend für den betreffenden Emittenten.

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

5.1 Eine Pflicht zur Aktualisierung besteht nicht. Wird eine Anlageempfehlung aktualisiert, ersetzt diese Aktualisierung die bisherige Anlageempfehlung mit sofortiger Wirkung.

Ohne Aktualisierung enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf der nachfolgend genannten Geltungszeiträume. Diese beginnen mit dem Tag der Publikation.

- 5.2 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:
- | | |
|--|------------------------|
| Nachhaltigkeitsanalysen: | ein Monat |
| Analysen nach dem Value-Ansatz: | ein Monat |
| Analysen zur Asset Allokation (DZ BANK Portfolio): | ein Monat |
| Euro-Stoxx-Branche-strategie (DZ BANK Sektorfavoriten): | ein Monat |
| Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten): | drei Monate |
| Credit Trend Emittenten: | zwölf Monate |
| Aktienindizes (fundamental): | drei Monate |
| Aktienindizes (technisch / Chartanalyse): | eine Woche |
| Aktienindizes (technical daily): | Tag der Publikation |
| Währungsräume: | sechs bis zwölf Monate |
| Allokation von Marktsegmenten: | ein Monat |
| Derivate (Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future): | ein Monat |
| Rohstoffe: | ein Monat |

5.3 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen vorübergehend und unangekündigt unterbleiben.

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

6.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser **Policy**, die **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden kann, werden nachfolgend angegeben.

6.2 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.

6.3 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch organisatorische Maßnahmen vermieden.

7. Nutzung von Sonstigen Research-Informationen

7.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in **Deutschland**. Sie sind grundsätzlich **auch für Privatkunden** in **Deutschland** geeignet, **wenn der jeweilige Privatkunde über übliche Kenntnisse und Erfahrungen** in Bezug auf den jeweiligen **Analysegegenstand** der **Sonstigen Research-Informationen** verfügt. Eine Weitergabe von Sonstigen Research-Informationen an Privatkunden erfolgt in der Regel durch die örtliche Volksbank Raiffeisenbank oder Kooperationsbank.

7.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. Reuters, Bloomberg, VWD, FactSet, Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die

zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

Eine **Sonstige Research-Information** kann eine **fachkundige Beratung** für entsprechende Investitionen **keinesfalls ersetzen**. Sie kann daher **nicht alleinige Grundlage** für die Entscheidung über eine Investition in einen Analysegegenstand sein.

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

III. DISCLAIMER

1. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Geeignete Gegenparteien sowie professionelle Kunden. Es ist daher grundsätzlich nicht für Privatkunden geeignet, es sei denn, es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet.

Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Verteilung an die vorgenannten Adressaten in Deutschland genehmigt.

Ist dieses Dokument in Absatz 1.1 der Pflichtangaben ausdrücklich als „Finanzanalyse“ bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die Republik Singapur darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an „accredited investors“, „expert investors“ oder „institutional investors“ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

In die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) dürfen diese Dokumente über Eigenkapitalinstrumente (equity instruments) ausschließlich von der DZ BANK und über Auerbach Grayson, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an „major U.S. institutional investors“ weitergegeben und von diesen genutzt werden. Dokumente über Fremdkapitalinstrumente (debt instruments) dürfen in keinem Fall in die USA verbracht 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, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzziele, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis,

das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.

Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen.
- Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.
- Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle 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. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.
- Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK

zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte 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 Emittenten oder dritter Parteien überein.

Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Kapitalmärkte Institutionelle Kunden	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Vertrieb Finanzinstitutionen	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Vertrieb Banken/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Vertrieb Asien Institutionelle	+65 – 65 80 – 16 23	Jeremy Lee Seow Poh
	Vertrieb Asien Institutionelle Süd	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
	Vertrieb Asien Institutionelle Nord	+852 – 2 86 43 – 1 82	N.N.
VRB Eigengeschäft Vertrieb	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 03 10	Bernd Rohleder
GenoBanken Gesamtbanksteuerung	Gesamtbanksteuerung Zentral, Süd	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Gesamtbanksteuerung West, Nord/Ost	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 – (0)30 – 20 24 1- 47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 – (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 15	Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
Firmenkunden	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Geldmarkt- und Wertpapieranlagen	+49 – (0)69 – 74 47 – 18 50	Hans-J. Gretscher
	Gruppenleiter Kundenhandel/ Services Zins und FX	+49 – (0)69 – 74 47 – 43 54	Klaus Langer
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins und FX	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und FX	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und FX, West	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 55	Ralf Vogt
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
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luthlen
Treasury	Gruppenleiter Liquidität Verbund	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	Marianne Höhler
Kapitalmärkte Privatkunden	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de