

ABS & STRUCTURED CREDITS

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Asset Backed Watcher

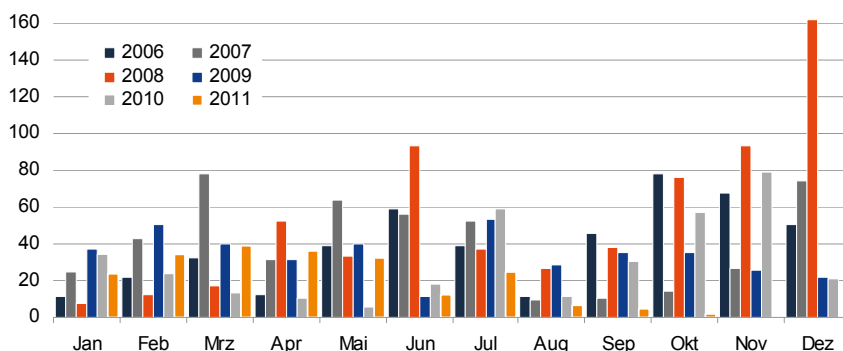
Top story: "Bericht vom TSI Kongress 2011"

- » Wir berichten vom fünften TSI Kongress „Chancen deutscher Verbriefungen auf Europas Kreditmärkten“, der Ende September in Berlin stattfand.

Primär- und Sekundärmarkt

- » Der Primärmarkt kehrte im September erst spät aus der Sommerpause zurück. Lediglich fünf Transaktionen im spärlichen Volumen von 6,7 Mrd. Euro wurden emittiert. Da tröstet es auch nur wenig, dass bei diesen zumeist das Emissionsvolumen nachfragebedingt aufgestockt werden konnte und das Pricing am unteren Ende des Spreadtalks erfolgte. Zudem stellt die erzielte Vermarktungsquote mit über 90% öffentlich platziertem Material einen neuen Jahresrekordwert dar. Der Grund für die Zurückhaltung der Investoren und damit „das Stottern“ bei der Emissionstätigkeit ist abermals in den übergeordneten, zumeist schlechten Wirtschaftsmeldungen des Monats zu sehen.
- » Auch am Sekundärmarkt war im September bei insgesamt geringen Umsätzen eine Flucht hin zu Qualitätsanlagen festzustellen. Die Spreads blieben im Monatsvergleich dabei jedoch nahezu konstant. Lediglich IT RMBS verzeichneten eine Einengung um 40 bp auf 193 bp, obwohl die Republik Italien am 19. September von S&P auf „A“ herabgestuft wurde.

EMISSIONSVOLUMEN DES EUROPÄISCHEN STRUCTURED FINANCE MARKTES



Quelle: DZ BANK

ANLEIHEN

Ausgabe 178
17.10.2011

INHALT

BERICHT VOM TSI KONGRESS 2011	2
NEWS – TICKER	10
S&P Studie unterstreicht gute Performance europäischer ABS	10
NEWS – TICKER	11
S&P stuft Klassen B und C der Provide VR 2002-1 hoch	11
ITRAXX IM ÜBERBLICK	12
ABS MARKT AUF EINEN BLICK (1)	13
ABS MARKT AUF EINEN BLICK (2)	14
AKTUELLE PIPELINE	15
NEUEMISSIONEN IM SEPTEMBER	15
ABS	16
RMBS & CMBS	17
AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN DES MONATS	18
IMPRESSUM	31

BERICHT VOM TSI KONGRESS 2011

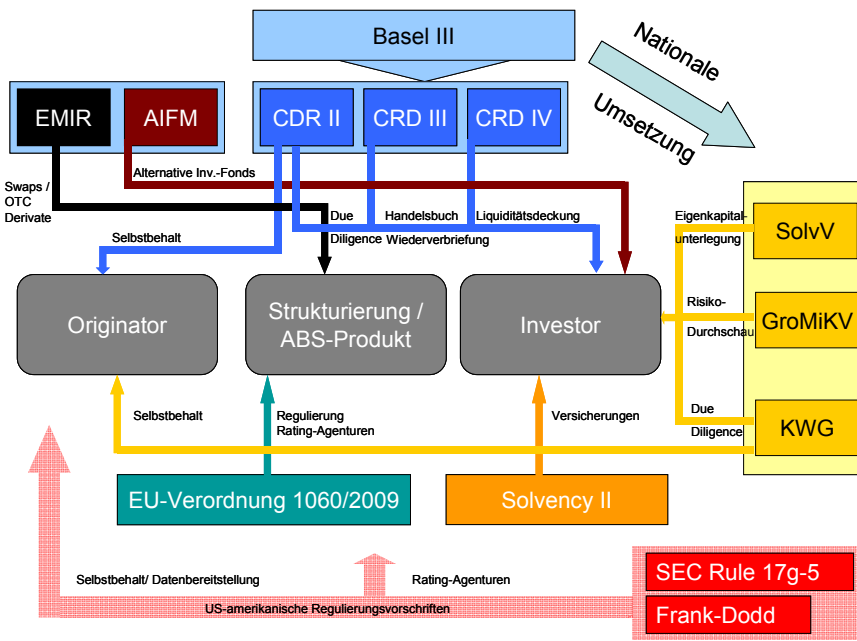
Unter dem Motto „Chancen deutscher Verbriefungen auf Europas Kreditmärkten“ fand vom 28. bis 29. September in Berlin der fünfte TSI Kongress statt. Der zweitägige Kongress bringt Verantwortungsträger aus der Kreditwirtschaft bzw. Verbriefungsindustrie mit Investoren aus der Versicherungswirtschaft oder dem Asset Management, sowie mit Vertretern aus Wissenschaft und Politik, der zuständigen Regulierungsbehörden, Kanzleien, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Ratingagenturen, aber auch aus Verbänden und der Industrie zusammen. Mit fast 70 Sponsoren – darunter auch die DZ BANK – und über 650 Teilnehmern stellt dieses Forum die zentrale Austauschplattform für Fragen zu Regulierung, Marktanalyse und Entwicklungspotenzialen von Verbriefungen in Deutschland dar.

5. TSI Kongress in Berlin

In Zentrum des diesjährigen Kongresses standen vor allem Fragen der Regulierung auf europäischer Ebene und deren nationale Umsetzung. Aufbauend auf den Vorschlägen des Basler Ausschusses zur Neuregelung der Bankenfinanzierung und deren Aufsicht haben die Europäische Kommission und das Europäische Parlament umfangreiche Gesetzesinitiativen auf den Weg gebracht, wovon einige noch nicht vollständig abgeschlossen sind. In gleicher Weise gilt dies für Versicherungen. Dieses veränderliche Regulierungsumfeld trifft in erheblichem Maß auch deutsche bzw. europäische Verbriefungen. Erfasst wird dabei die komplette Prozesskette von der Angebotsseite bzw. dem Originator bis hin zum Investor. In nachfolgender Abbildung haben wir versucht, das derzeitige Regulierungsumfeld im internationalen Kontext grafisch darzustellen.

Verbriefungen im Spannungsfeld der veränderten Regularien

VERBRIEFUNGEN IM SPANNUNGSFELD DER REGULIERUNG



Quelle: DZ BANK

Unsere nachfolgende synoptische Berichterstattung haben wir in Themenblöcke unterteilt, die aus unserer Sicht zentrale Fragestellungen des Kongresses kategorisieren und damit mehrere Panels auf sich vereinen.

Solide Performance als Basis einer Investment-Zukunft

Eine Grundvoraussetzung, um bestehende, aber vor allem auch neue Investoren für verstärkte Investitionen in europäische bzw. deutsche Verbriefungen zu gewinnen, ist eine einwandfreie Performance-Historie. Exemplarisch verweisen wir hierzu auf die auch im Rahmen eines Panels vorgestellte Fitch-Studie „The Credit Crisis Four Years On“ vom 4. August, wonach die realisierten Verluste europäischer Verbriefungen im Vier-Jahres-Zeitraum vom Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 bis zum Ende des ersten Halbjahrs 2011 lediglich kumuliert 0,3% betragen (s. a. unseren Watcher Nr. 176 vom 12. August). Wie auch aus ähnlichen Untersuchungen bekannt ist (vgl. unseren aktuellen Newsticker), entfällt der Großteil der Verluste produktspezifisch auf Structured Credits, strukturell auf Mezzanine- und Junior-Tranchen, zeitlich auf Emissionen der Jahrgänge 2005 bis 2007 und regional auf europäische Peripherieländer.

Die Performance deutscher Verbriefungen ist über die Krise hinweg einwandfrei und die Chancen, insbesondere von deutschen Auto- und Leasing-ABS, damit ein „Exportschlager“ zu werden, stehen nicht schlecht. Getreu diesem Veranstaltungsmotto gab es auch zum zweiten Mal einen speziellen englischsprachigen „Investor Stream“, der vor allem das Interesse ausländischer Investoren für deutsche Verbriefungen wecken sollte. Die Schwerpunkte lagen hierbei einerseits auf übergreifenden Performanceanalysen und Investitionsüberlegungen sowie andererseits auf der Entwicklung einzelner Sektoren/Assetklassen bzw. deren Vergleich mit Covered Bonds. Die Aufnahmebereitschaft des Marktes für deutsche Verbriefungen auch in Schwächephasen und ihre „Lokomotivfunktion“ für den gesamten europäischen Verbriefungsmarkt in den letzten beiden Jahren zeigt aber auch, dass die solide Performance deutscher Transaktionen zumindest den noch aktiven ABS-Investoren nicht gänzlich verborgen geblieben ist.

Diese Aussage lässt sich jedoch leider immer noch nicht verallgemeinern. Obwohl die Performance europäischer Verbriefungen auch über 4 Jahre Finanzkrise insgesamt als solide erachtet werden kann und deutlich besser ausfällt als die ihrer amerikanischen Pendanten, haftet Verbriefungen hierzulande immer noch ein negatives Image an, das seinen Ursprung in den US Subprime-Verbriefungsprodukten hat. Die Unterschiede in der Kreditqualität, der Strukturierung und im Servicing mit dem Ergebnis einer deutlich voneinander abweichenden Performance (i.S.v. Ausfallraten) – und hieraus resultierend deutlich geringeren Regulierungserfordernissen – scheinen bisweilen immer noch vornehmlich unter den europäischen Verbriefungsexperten bekannt zu sein. In der breiten Öffentlichkeit und der Politik, die letztlich die Rahmenbedingungen für Verbriefungen vorgibt, herrscht dagegen bezüglich der tatsächlichen „Toxizität“ europäischer Verbriefungen noch Aufklärungsbedarf. Entsprechende Bedenken bei den Entscheidungsträgern auf der Investorenmehrheit blockieren potenzielle Neuinvestitionen. Hier gilt es, die Erkenntnisse allgemein publik und noch stärker transparent zu machen. So war es denn auch ein Tenor der Veranstaltung, dass sich nur durch mehr Aufklärung und Transparenz das Vertrauen zurück gewinnen lässt, welches letztlich die Voraussetzung für die Erschließung neuer Investorenkreise und künftige ABS-Investments ist.

Einwandfreie Performance europäischer Verbriefungen als Investmentvoraussetzung

Deutsche Verbriefungen als "Exportschlager"

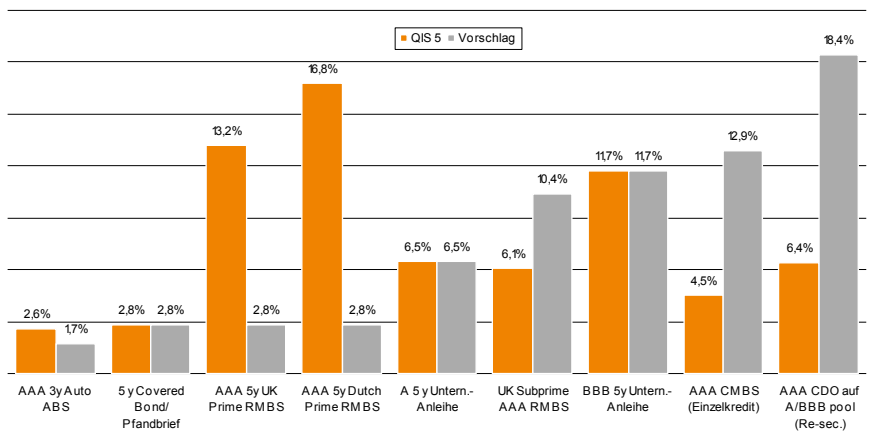
Negativimage aus US Subprime zuweilen immer noch in den Köpfen

Auswirkungen der Versicherungsregulierung („Solvency II“)

Zu den größten Investoren in europäische/deutsche Verbriefungen zählen Versicherungen. Diese unterliegen europaweit ab 2013 den unter „Solvency II“ bekannten neuen versicherungsaufsichtsrechtlichen Regelungen. Die Neuregelungen haben nach derzeitigem Stand – erfasst in der so genannten QIS 5 Studie („Quantitative Impact Study No. 5“) der EIOPA („European Insurance and Occupational Pensions Authority“) – erhebliche Auswirkungen auf das künftige Investitionsverhalten europäischer Versicherungen in Verbriefungsprodukte. Diskutiert wurden diese negativen strukturellen Auswirkungen und Widersprüche, die zum Teil der Zielsetzung des Regelwerks beziehungsweise den tatsächlichen ökonomischen Risiken von Verbriefungen an sich bzw. bestimmten Assetklassen diametral gegenüberstehen. Die Problematik veranschaulicht plakativ die nachfolgende Gegenüberstellung der QIS 5 Studie mit dem Vorschlag der AFME („Association for Financial Markets in Europe“) bezüglich der künftig erforderlichen Eigenkapitalunterlegung durch Versicherungen für spezifische Anleihen in ihrem Bestand.

Drastische Änderung des Investitionsverhaltens von Versicherungen in Verbriefungen zu befürchten

RELATIVE RISIKOKAPITALUNTERLEGUNG VERSCHIEDENER ZINSPRODUKTE – QIS 5 UND AFME-VORSCHLAG IM VERGLEICH



Quelle: AFME

Gemäß dieser Illustration erfordert die niederländische Prime RMBS die höchste Kapitalunterlegung aller dargestellten Anleiheprodukte. Angesichts des Rufs holländischer Hypothekenverbriefungen als „sicherer Hafen“ ein diskussionswürdiges Ergebnis. Die erforderliche Kapitalunterlegung der beiden AAA Prime RMBS ist im Übrigen mehr als doppelt so hoch wie die einer einfach A gerateten Unternehmensanleihe und etwa fünfmal so hoch wie die eines AAA Covered Bonds gleicher Laufzeit. Demgegenüber schneiden CMBS und die verlustträchtigen CDOs mit erforderlichen Quoten von 4,5% bzw. 6,4% vergleichsweise gut ab. Eine finale Kalibrierung der „spread risk sub module“ wird für Ende dieses Jahres erwartet.

Diskussionswürdige Ergebnisse gemäß QIS 5

Ursächlich für diese Diskrepanzen ist u.a., dass unter Solvency II eine „Durchschau“ („look through approach“) auf die Assets verlangt wird, die sich im verbrieften Pool befinden. Das daraus errechnete Durchschnittsrating der Sicherheiten (nicht der Emission an sich) ist ausschlaggebend für die Berechnung der Kapitalunterlegung (SCR. 5.77 und SCR. 5.92 QIS5 Technical Specifications). Da im Falle von RMBS

Hintergrund

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

die Schuldner i.d.R. kein Rating besitzen, gilt die Investition als ungerated. Hierdurch ergibt sich bei der Ermittlung der „gestressten potenziellen Verlustraten“ („stress loss assumptions“) ein signifikant höherer Wert als bei der Annahme, dass das Collateral ein eigenständiges (AAA) Rating besitzt. Ferner ist nach SCR.5.97 QIS5 Technical Specifications von den beiden Formeln zur Ermittlung der erforderlichen Kapitalunterlegung von Verbriefungen („direct spread shock“ Methode versus „spread shock on the underlying assets“ Ansatz) diejenige zu verwenden, bei der der jeweils höhere Wert zu Grunde gelegt werden muss. Zudem ist die „direct spread shock“ Methode mit höheren Stressfaktoren für Verbriefungen unterlegt als die vergleichbare Funktion für Unternehmensanleihen der gleichen Bonität, wodurch sich immanent immer höhere Kapitalquoten ergeben.

Sollte sich an den oben skizzierten Effekten durch Adjustierungen bis zum Inkrafttreten von Solvency II nichts ändern, werden Verbriefungen aufgrund ihrer höheren Eigenkapitalbindung zukünftig weniger attraktiv für Versicherungen und damit könnte ein erheblicher Teil der Nachfrage wegbrechen. Bei Investitionen in Verbriefungen besteht aufgrund der Ratingdurchschau auf das Underlying darüber hinaus potenziell der Anreiz, in risikoreichere Assetklassen zu investieren (z.B. in UK Subprime RMBS statt UK Prime RMBS), da die „gestressten potenziellen Verlustraten“ für Subprime nicht ansteigen, sondern für beide ungeratete Pools identisch sind. Da riskantere Transaktionen meist ein höheres Credit Enhancement besitzen, wird die erforderliche EK-Unterlegung ggf. nach dem Underlying-Ansatz rechnerisch sogar noch verringert (vgl. obige Abbildung).

Die notwendige Eigenkapitalunterlegung eines Finanzprodukts ist allerdings nicht das alleinige Auswahlkriterium bei der Anlageentscheidung eines Versicherungsunternehmens, wie Herr Pegel von der Münchner Rückversicherung beruhigenderweise zu bedenken gab, und kann ggf. durch eine höhere Rendite kompensiert werden. Zudem fließen auch andere Überlegungen basierend auf dem Asset-Liability Management in die strategische Asset Allokation des Versicherers ein, ebenso wie Diversifikationseffekte eine Rolle spielen. Versicherungen werden daher nicht grundsätzlich aufgrund von Solvency II gänzlich auf die Anlage in Verbriefungen verzichten. Jedoch wirken die mit Investitionen in ABS verbundenen Auflagen vor allem für kleinere und mittlere Versicherungsunternehmen prohibitiv.

Auswirkungen der Bankenregulierung („Basel III“)

Die Bankenregulierung determiniert einerseits das Angebot von Verbriefungen, da mit der Regulierung „wie zu verbrieft ist“ auch indirekt die Frage beantwortet wird, „ob überhaupt“ eine Verbriefung ökonomisch sinnvoll durchführbar ist. Hier bestand unter allen Teilnehmern Übereinstimmung darin, dass dem Instrument „Verbrieft“ auch künftig eine Schlüsselrolle bei der Bankenrefinanzierung zufällt bzw. zufallen sollte. Da Banken historisch aber auch die größte Investorengruppe für Verbriefungen stellen, muss ihnen die Regulatorik daher auch hinreichenden Spielraum für ABS-Investitionen ermöglichen.

In diesem Zusammenhang ist u.a. die auf dem Kongress kontrovers diskutierte Frage relevant, inwiefern ABS als liquide Assets im Sinne der mit CRD IV ab 2015 neu einzuführenden „liquidity cover ratio“ (LCR) gelten oder nicht. Annex III des CRD IV Entwurfs schließt in Ziffer 6 die Anrechnung von Verbriefungen aus. Dagegen wurde in Art. 404 eine abstrakte Definition liquider Assets festgelegt, die auch von Verbrie-

Potenzielle Folgen für Verbriefungen

Relativierung

„Ohne Verbriefung geht es nicht“

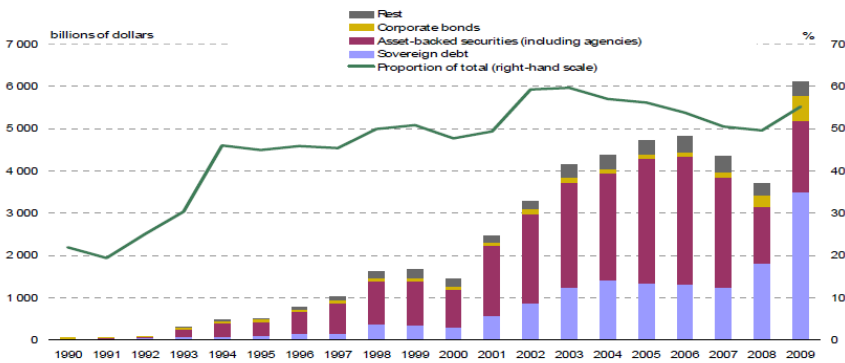
Kontroverse bezüglich der ABS Anrechnung bei der LCR

fungen erfüllt werden kann. Da weiter Art. 403 besagt, dass Banken ihre Liquiditätsbestände nach 404 und Annex III melden sollen, ist fraglich, ob Art. 404 und Annex III gemeinsam den Liquiditätsrahmen definieren, so dass der Ausschluss von Verbriefungen lediglich in Annex III genügt, oder ob Annex III nur als Ergänzung zu verstehen ist, der Art. 404 nicht eingrenzt. Die Antwort auf diese Frage ist für Banken und die von ihnen im Hinblick auf ihre Liquidität gehaltenen ABS-Bestände von erheblicher Bedeutung.

Aus unserer Sicht ist diesbezüglich nur zu wünschen, dass ABS als anrechnungsfähige Assets im Sinne der LCR klassifiziert werden. Verbriefungen sind quasi „gekorene AAA-Lieferanten“ aufgrund ihrer Produktstrukturierung und nehmen diesbezüglich weltweit eine führende Stellung ein, wie die nachfolgende Abbildung zeigt. Wenngleich der Zufluss an neu verbrieftem AAA-Material seit dem Ausbruch der Subprime-Krise im zweiten Halbjahr 2007 merklich absolut und in Relation zu Staatsanleihen zurückgegangen ist, lag ihr Anteil am gesamten weltweiten AAA-Bestand Ende 2009 immerhin noch bei deutlich über 50 Prozent. Ein Ausschluss von Verbriefungen würden Banken regulatorisch in die wenigen verbleibenden zulässigen Assetklassen drängen. Hierzu zählen vor allem europäische Staatsanleihen, was angesichts der derzeitigen Griechenlandproblematik fragwürdig erscheint und das verkürzte Anlageuniversum damit andere systemische Risiken in sich birgt. Der explizite Ausschluss von unbesicherten Bankanleihen bei der LCR-Anrechnung ist dagegen sinnvoll, um eine systemische Vernetzung von Banken untereinander zu vermeiden. Aufgrund ihrer Insolvenzferne vom (Bank)Originator besteht eine solche „Implosionsgefahr“ jedoch bei Verbriefungen nicht.

Vieles spricht aus unserer Sicht dafür

WELTWEITER BESTAND AN AAA-ANLEIHEN



Quelle: BIS auf Basis dealogic und CNMV

Im Dialog mit den Aufsichtsbehörden zeichnet sich hier eine Lösung dahingehend ab, dass „plain vanilla“ Verbriefungen in die LCR-Deckung einfließen könnten, „exotische“ Strukturen jedoch außen vor bleiben. Dies wäre aus unserer Sicht ein guter Kompromiss.

Sinnvoller Kompromiss absehbar

Pfandbriefe bzw. gedeckten Schuldverschreibungen („covered bonds“) anderer Bankemittenten sind hingegen definitionsgemäß LCR-anrechnungsfähig und damit gegenüber Verbriefungen bevorzugt. Dieser Umstand, wie auch das Sicherheits-

Trend zur Finanzierung über gedeckte Anleihen

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

denken der Investoren im aktuellen Krisenumfeld, haben einen Trend zu gedeckten Anleiheformen ausgelöst, was derzeit vor allem die Emission von Pfandbriefen bedeutet. Da andere Finanzinstrumente auf der Investorensseite unstrittig derzeit kaum platzierbar sind, greifen Banken verstärkt zur Refinanzierung ihrer Aktiva auf dieses Produkt zurück. Stark diskutiert wurde daher das damit einhergehende Problem der „Bilanzaushöhlung“, wohl auch weil zahlreiche „senior unsecured“ Investoren im Auditorium vertreten waren. Derzeit existieren in Deutschland/Europa noch keine gesetzlichen Vorgaben, wie viel Prozent der Bankbilanz unbesicherten Gläubigern vorbehalten bleiben sollen. Auch bei den Ratingagenturen gibt es dem Vernehmen nach keine diesbezüglichen dezidierten Vorschriften, da hier eine „Gesamt Betrachtung“ der Bank und ihrer Finanzierung den Ausschlag gibt. Die Problematik wird jedoch sowohl von den Aufsichtsbehörden als auch den Ratingagenturen zunehmend beobachtet, besitzt aufgrund ihrer Dimension angabegemäß derzeit jedoch noch keine Brisanz.

Da das deutsche Pfandbriefgesetz nur eine kleine Auswahl von Kreditarten für Pfandbriefemissionen zulässt (öffentliche Kredite und Hypotheken sowie Flugzeug- und Schiffsfinanzierungen) wurde ferner die Frage aufgeworfen, wie denn andere Assets in den Bankbilanzen – beispielsweise Mittelstands- oder Konsumentenkredite – refinanziert werden können. Als eine potenzielle Lösung wurde der „Structured Covered Bond“ kontrovers diskutiert, dem die TSI sogar einen eigenen Workshop gewidmet hat. Das Produkt kann als eine „gedeckte Anleihe jenseits des deutschen Pfandbriefgesetzes“ gesehen werden und stellt ein Hybrid aus einer Verbriefung und einem Pfandbrief dar. Der Launch dieser neuen Produktkategorie und damit die Eröffnung eines neuen Marktsegments wird dabei in Konkurrenz zu einer – zumindest von einigen Kongressteilnehmern favorisierten – Revitalisierung des Verbriefungsmarktes gesehen.

Auswirkungen auf Mittelstandsfinanzierung und Realwirtschaft

Die unmittelbare Bedeutung der Verbriefung als Instrument für die Finanzierung von Industrie und deutschem Mittelstand machten u.a. die Ausführungen von Herrn Fiedler, Finanzvorstand der Volkswagen Financial Services AG (VWFS), jedem Kongressteilnehmer bewusst. Demnach wird jedes 2. in Deutschland verkaufte VW-Fahrzeug über die VWFS finanziert. Da Verbriefung wiederum einen festen Baustein im Refinanzierungsmix der VWFS von etwa einem Drittel darstellt, hängt letztlich rund ein Sechstel des Deutschlandabsatzes – und damit auch die betreffenden Arbeitsplätze – an diesem Finanzinstrument. Neben den Term-ABS ist auch die Verbriefung von Handelsforderungen über ABCP bzw. Conduit-Programme für ein Industrieunternehmen „eine sinnvolle Finanzierungsalternative, die deutliche Vorteile gegenüber einer herkömmlichen Kreditfinanzierung bietet“, so u.a. Hans Jörg Mast von der Landmaschinenfabrik Claas.

Die Performance deutscher Verbriefungen ist (bis auf die eine unrühmliche Ausnahme der Mezzanine CDOs) selbst über 4 Jahre der Finanzkrise hinweg bis dato einwandfrei. Dennoch besteht „aufgrund von Regulierungen die Gefahr, dass Verbriefungen zukünftig nur noch eingeschränkt angeboten werden können“, so u.a. auch unser DZ BANK Vorstand Lars Hille. Dies ist insofern besonders dramatisch, als dass deutsche ABS Transaktionen zu einem weit überwiegenden Teil der Finanzierung der Realwirtschaft dienen – im Gegensatz zu ihren US-amerikanischen Pendanten. Es verwundert nicht, dass dies unter den anwesenden Vertretern der In-

„Structured Covered Bond“

Verbriefung als unverzichtbarer Baustein im Finanzierungsmix

Gefahr des regulatorischen Abwürgens

dustrie und der mittelständischen Wirtschaft Befürchtungen hinsichtlich einer künftigen Kreditklemme weckt. Die Verbriefungsprodukte und ihre Verträge müssen jedoch für den Mittelstand auch „einfacher“ werden, was u.a. eine kürzere Dokumentation, in deutscher Sprache und nach deutschem Recht bedeutet.

Auch die durch Basel III geplante Einführung einer „Leverage Ratio“ für Banken, im Sinne einer absoluten Obergrenze ihres Geschäftsvolumens, war ein Diskussionspunkt. Diese führt in der Tendenz zu einem Abbau von Kreditgeschäft mit niedrigem Risiko bzw. einer Hinwendung zu margenstarken Anlageformen, wozu Mittelstandskredite gemeinhin nicht gezählt werden können. Verschärft wird dieser Umstand bei einem Anhalten der aktuell ungünstigen Finanzierungssituation europäischer Banken, verdeutlicht durch höhere iTraxx-Financial Indexstände als dies für Corporates der Fall ist. In Verbindung mit der ebenfalls unter Basel III geforderten höheren und qualitativ besseren Eigenkapitalausstattung von Banken besteht damit im Zuge der Umsetzung von Basel III die Gefahr eines massiven Abbaus von Risikoaktiva durch den Bankensektor („Deleveraging“) mit unmittelbaren Auswirkungen für die Realwirtschaft. Diese reichen von einem Anstieg der Kreditkosten, über verstärkte Sicherheitsanforderungen bis hin zu einer Kreditrationierung. In welchen Formen und über welchen Zeitraum sich dieser, aufgrund der Bankenregulierung nahezu unausweichliche Prozess vollziehen wird, dürfte auch noch ein Schwerpunktthema des nächstjährigen TSI Kongresses sein.

EU-Staatsschuldenkrise

Natürlich war auch die aktuelle Solvenzkrise der europäischen Peripheriestaaten auf dem Kongress ein Thema. Diese wurde insofern schon „schlagend“, als das aufgrund der am Donnerstag anstehenden Aussprache und Abstimmung über die Aufstockung der EFSF im Bundestag zahlreichen Panels die politischen Vertreter kurzzeitig oder gänzlich „abhanden“ gingen. Auf Unverständnis der meisten Panelisten und Kongressteilnehmer traf in diesem Zusammenhang die Privilegierung von europäischen Staatsanleihen, sowohl in Basel III [unter den Vorschriften der CRD IV Part II Art. 109 (4.)] als auch in Solvency II (gemäß SCR.5.88 QIS 5), indem für diese keine Unterlegungspflichten vorgeschrieben sind. Dies wurde als ein Indiz dafür interpretiert, dass die aktuellen Fassungen dieser beiden Regelwerke eher die Reaktion der Regulatoren auf die US Subprime-Krise und die Lehman-Pleite denn auf die aktuelle Staatsschuldenproblematik darstellen. Unstreitig war unter den Teilnehmern, dass hier mit Blick auf Griechenland und andere Peripheriestaaten nachgebessert werden sollte.

Resümee und Ausblick

Als Reaktion auf die Finanzkrise haben die Regulatoren mit Basel III und Solvency II zwei umfangreiche Regelwerke für Banken und Versicherungen auf den Weg gebracht, die auch zahlreiche Auswirkungen auf Verbriefungen entfalten. Diese reichen von der Angebotsseite über die Strukturierung bis hin zum Investment bzw. Investor. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt stehen jedoch zahlreiche Spezifikationen bzw. Erhebungen noch aus, so dass ihre Auswirkungen nur tendenziell abgeschätzt werden können. Kaum überschaubar erscheint schon heute hingegen ihr Wechselspiel und die Interaktion mit Kapitalmärkten und Realwirtschaft. Von daher war eine der wohl meist zitierten Forderungen auf dem diesjährigen Kongress „eine Regulierung mit Augenmaß“, um Verbriefungen nicht grundsätzlich ins finanzwirtschaftliche Abseits zu rücken mit den immanenten negativen realwirtschaftlichen Folgen. Schließ-

„Deleveraging“ als künftige Herausforderung

„EU-Krise schlägt auf Panels durch“

"Regulierung mit Augenmaß" erforderlich

lich haben deutsche Verbriefungen mit ihrer unbestritten positiven Performance nur dann Chancen auf Europas Kreditmärkten, wenn es sie in Zukunft auch noch gibt und potenzielle Käufer in diese auch investieren dürfen.

Manuel Peter +49 (0) 69 7447 90672

Ralf Raebel +49 (0) 69 7447 1408

NEWS – TICKER

News – Ticker (1)

S&P Studie unterstreicht gute Performance europäischer ABS

Eine Ende September von der Ratingagentur S&P veröffentlichte Migrationsstudie verdeutlicht erneut die trotz andauernder Krise an den Finanzmärkten im Allgemeinen gute Performance des europäischen Structured Finance Marktes und zeigt somit doch auch die hohe Diskrepanz zum vielfach immer noch negativen Image, unter dem das Marktsegment nach wie vor zu leiden hat.

S&P betrachtet in ihrer aktuellen Studie die Performance europäischer ABS-Anleihen über die gesamten Krisenjahre hinweg, genauer seit Beginn der US-Subprime-Krise Mitte 2007 bis zum Stichtag am 20. Juli 2011. In diesen etwa vier Krisenjahren sind lediglich 1,2% der in Mitte 2007 ausstehenden ABS-Papiere – betrachtet auf Basis ihres Emissionsvolumens – ausgefallen. Etwa 44% wurden in diesem Zeitraum vollständig zurückgezahlt. Die verbleibenden knapp 55% sind noch ausstehend.

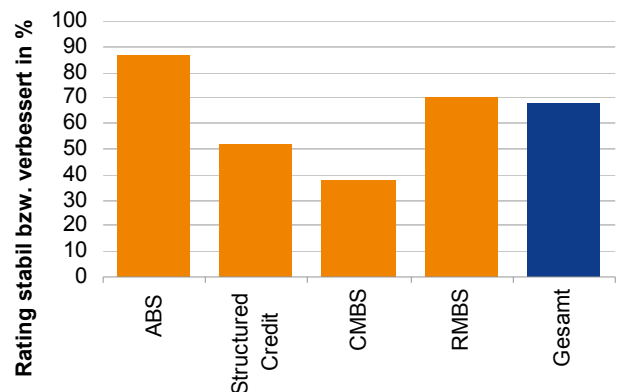
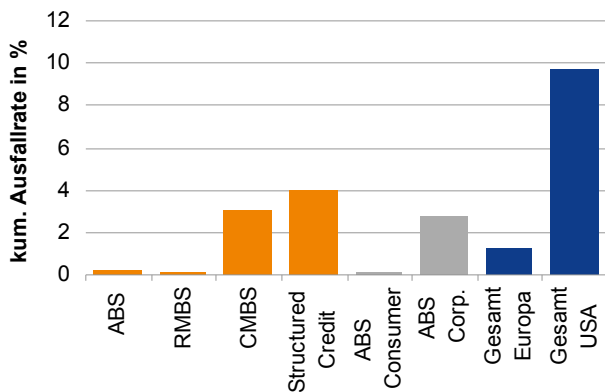
Werfen wir einen Blick auf die Entwicklung in den einzelnen Assetklassen des Structured Finance-Marktes, so zeigt sich für die „klassischen“ ABS-Transaktionen wie RMBS oder Consumer ABS ein noch weitaus positiveres Bild. Hier liegen die kumulierten Ausfallraten der letzten vier Jahre laut S&P bei lediglich 0,1 bzw. 0,2%. Verbriefungen von Verbindlichkeiten gegenüber Unternehmen (Structured Credit, Whole Business Securitisations und CMBS) fallen hingegen mit einer kumulierten Ausfallrate von insgesamt 2,7% negativ ins Gewicht. Jedoch lohnt sich auch im Segment der Structured Credits ein diversifizierter Blick. CDOs auf ABS weisen mit 25% ihres Emissionsvolumens die weitaus höchste Ausfallrate auf,

wenngleich diese Assetklasse mit einem Anteil von 1,6% am europäischen Gesamtmarkt keine große Relevanz hatte. Hingegen ist die kumulierte Ausfallrate europäischer Leveraged Loan CLOs mit 0,1% immer noch äußerst gering.

Die im Allgemeinen gute Performance europäischer ABS-Anleihen zeigt sich auch bei einem Blick nach Übersee. Am US-amerikanischen Structured Finance-Markt sind in den letzten vier Krisenjahren 9,7% des emittierten Volumens ausgefallen, was dem gut achtfachen Wert der vergleichbaren europäischen Rate entspricht.

Betrachten wir die Ratingstabilität im Zeitraum der Krisenjahre, so wurden etwa 32% des europäischen ABS-Marktes herabgestuft. Anders ausgedrückt konnte jedoch knapp 70% des Marktes die vorherige Rating-Einstufung beibehalten oder sogar verbessern. Auch hier beziehen sich die Werte wieder auf das Emissionsvolumen und nicht etwa auf die Anzahl der stabilen bzw. herabgestuften Tranchen relativ zum Gesamtmarkt. Eine besonders hohe Ratingstabilität konnte auch hier das Segment der ABS mit knapp 87% des emittierten Volumens verzeichnen. Hingegen waren CMBS mit einer kumulierten Downgrade-Rate von 63% besonders stark von Herabstufungen betroffen. Dabei sei jedoch erwähnt, dass ein Großteil der Herabstufungen am gesamten ABS-Markt auf den geänderten Ratingkriterien der Agenturen beruht und nicht etwa als Ursache eine gegenüber den ursprünglichen Erwartungen schlechtere Performance der Transaktionen hat.

Tina Stumpf +49 (0)69 7447 3818



NEWS – TICKER

News – Ticker (2)

S&P stuft Klassen B und C der Provide VR 2002-1 hoch

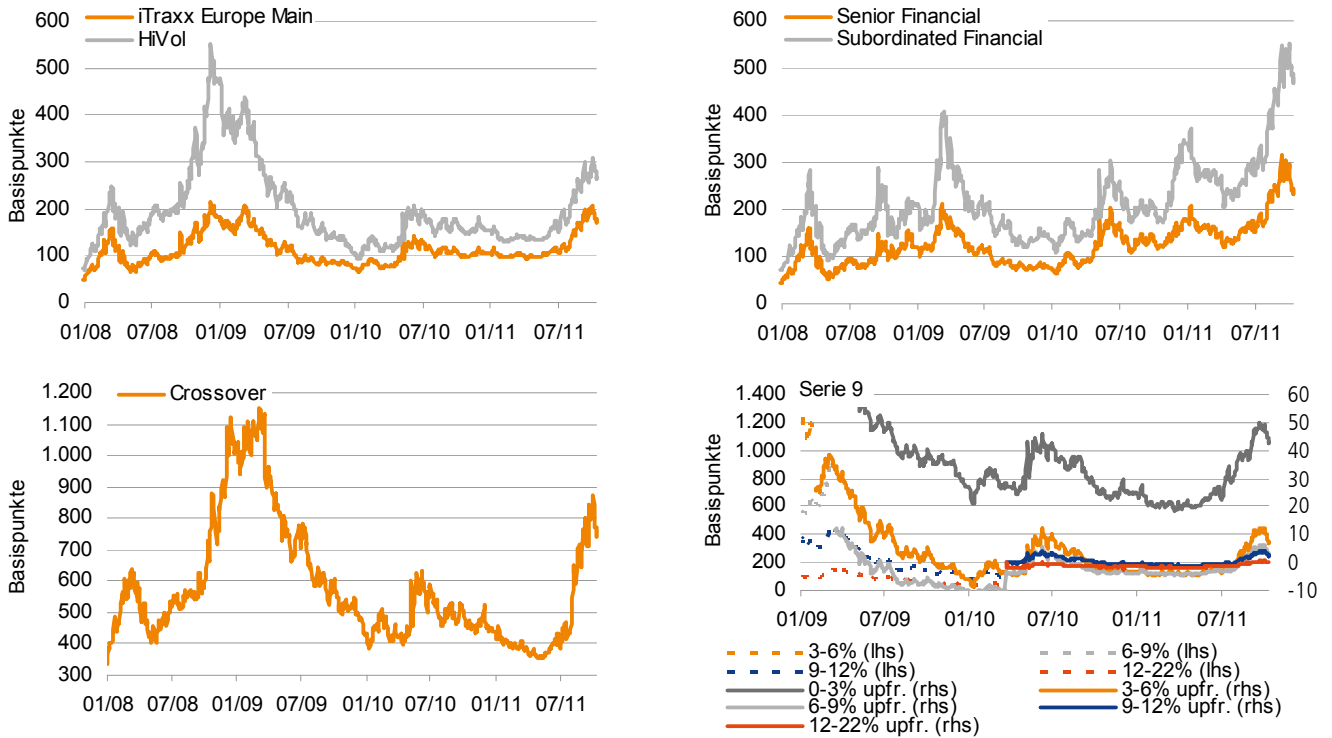
Am 28. September hat S&P im Anschluss an die Performanceüberwachung der PROVIDE VR 2002-1 die Klasse B von „AA“ auf „AAA“ und die Klasse C von „A“ auf „AA“ heraufgestuft. Die übrigen Klassen wurden in ihrem Rating bestätigt.

Auf Basis der realisierten Verluste, der aktuellen Verzugsraten sowie der erzielten Verwertungserlöse geht die Agentur davon aus, dass die Transaktion über ausreichenden Credit Support verfügt. In Folge der fortgeschrittenen Amortisation kam es zu einem Anstieg des relativen Credit Enhancements, der die Heraufstufung der beiden genannten Tranchen ermöglichte.

Ralf Raebel +49 (0) 69 7447 1408

ITRAXX IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Markt

Tranchen: angegebener Prozentwert running bzw. upfront, zusätzlich 500, 300 bzw. 100 Basispunkte p.a.

ITRAXX SERIE 15 (UND ÜBERGANGSWEISE SERIE 9 UND 14) – 5 JAHRE: AKTUELLE SPREADS (BASISPUNKTE) SOWIE VERÄNDERUNG

Indexbezeichnung	Anzahl Credits	Serie 14					Serie 15					
		Last Price	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate	Last Price	S13 - S12	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate
Europe	125	173,1	-18,3	-30,1	-10,0	58,1	174,1	1,0	-16,7	-29,2	-9,8	54,2
HiVol	30	295,1	-38,9	-38,3	-3,5	107,8	275,5	-19,6	-36,5	-38,8	-4,5	89,2
Crossover	50	678,7	-58,6	-81,6	-65,3	214,6	672,3	-6,4	-66,0	-90,6	-69,1	226,2
Non-Financials	100	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Financials Senior	25	241,6	-11,2	-34,7	-48,3	57,3	239,8	-1,8	-11,2	-35,5	-47,1	60,3
Financials Subordinated	25	456,2	-30,9	-53,6	-56,2	146,3	462,4	6,2	-31,4	-54,7	-57,7	150,3

Tranche		Serie 9				
		Last Price	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate
0-3%	% Upf. +500 Bp p.a.	41,5	-5,3	-7,0	-5,2	10,8
3-6%	% Upf. +500 Bp p.a.	6,7	-3,4	-5,3	-4,2	8,1
6-9%	% Upf. +300 Bp p.a.	2,4	-2,5	-3,5	-2,5	5,3
9-12%	% Upf. +100 Bp p.a.	2,3	-1,2	-1,6	-0,8	2,4
12-22%	% Upf. +100 Bp p.a.	-0,2	-0,5	-0,8	-0,4	1,0

Quelle: Markt

Tranchen: angegebener Prozentwert running bzw. upfront, zusätzlich 500, 300 bzw. 100 Basispunkte p.a.

ABS MARKT AUF EINEN BLICK (1)

Asset-Klasse	Spread-Level AAA (indikativ)	Tendenz	Spread-Level BBB (indikativ)	Tendenz
RMBS				
Deutschland	n.a.			
Spanien	400 - 620	→		
Italien	165 - 220	→		
Niederlande	120 - 180	↗		
UK Prime	130 - 175	→		
UK Non-Conforming	280 - 420	→		
CMBS	500 – 700	→		
ABS				
Consumer-ABS	250 - 400	→		
Lease-ABS	80 - 200	→		
Auto ABS	65- 125	→		
CDO				
SME CLO (SP – D)	n.a.			
High Yield (Leveraged Loan) CLO	n.a.			
Investment Grade CBO/CSO	n.a.			
CDO auf ABS/CDO	n.a.			

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

Händlerkommentar

- » Die Emittenten kehrten an den Primärmarkt zurück. Die VW BANK brachte die VCL 14 an den Markt. Die Nachfrage nach der Transaktion war so hoch, dass die Emission um weitere EUR 100 Mio. aufgestockt wurde. Die AAA-Tranche kam bei 1-Monats-Euribor plus 65 bps und die A-geratete Tranche bei +150 bps.
- » Im Lauf dieser Woche erfolgte die Platzierung der Silverstone 2011-1 A, einer neuen UK Prime RMBS. Die AAA-Tranche in USD mit einer WAL von 2,9 Jahren

wurde bei 3-Monats-Libor +155 bps gepricing und AAA-Tranche in GBP mit einer WAL von 4,85 Jahren kam bei einem 3-Monats-Libor plus 165 bps. Besonderheit bei der Transaktion war die Emission einer Fixcoupon Tranche mit einem Zins von 4,18%.

- » Am Sekundärmarkt fand eine Rally in Granite-Anleihen statt. Die AAA-Tranchen in EUR werden aktuell bei 95,90-96,00 im Markt quotiert. Mitte September lagen sie noch deutlich darunter mit einer Quotierung von 93,75-94.

AKTUELLE OFFERTEN DES ABS-HANDELS

Assetklasse	Land	Transaktion	Tranche	Originator	Rating	WAL	Geld	Brief	DM (Geld)	DM (Brief)
Auto	DE	Driver 6	A	VW Bank	AAA	0.36	100,08		65	
Auto	DE	Driver 9	A	VW Bank	AAA	1.60	99,84		70	
Lease	DE	VCL 12	A	VW Bank	AAA	0.75	99,98		70	
RMBS	NL	Delphinus 2001-II	A1	Fortis Hypotheek Bank	AAA	0.10	99,90		120	
RMBS	NL	DMPL II	A	Achmea Hypotheekbank	AAA	1.48	98,54		125	
RMBS	NL	Saecure 9	A2	Obvion	AAA	4.43	98,95		160	

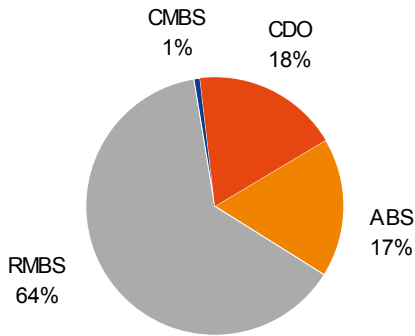
Quelle: DZ ABS Trading; Konditionen freibleibend; Für aktuelle Konditionen wenden Sie sich bitte an ihren DZ BANK Sales-Kontakt.

DZ ABS Trading:

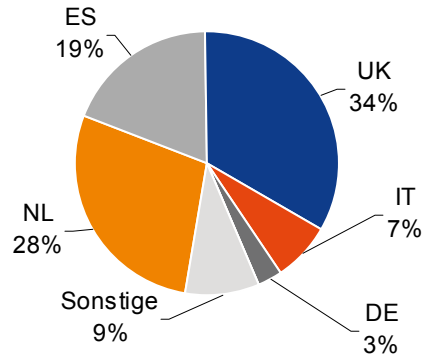
Christopher Schumann (Tel. 069/7447-90105)
Christian Hollmann (Tel. 069/7447-42307)
Lucia Kraus (Tel. 069/7447-90402)

ABS MARKT AUF EINEN BLICK (2)

ANTEIL DER ASSETKLASSEN 2011 Y-T-D

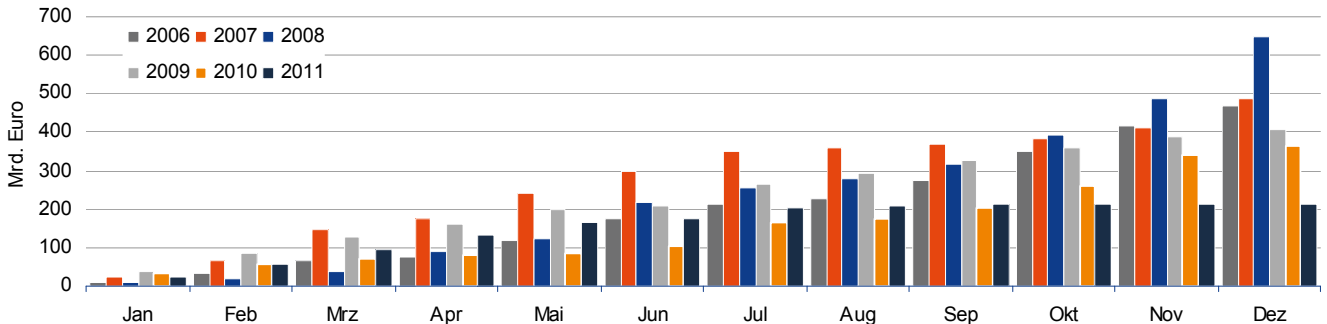


ANTEIL DER LÄNDER 2011 Y-T-D

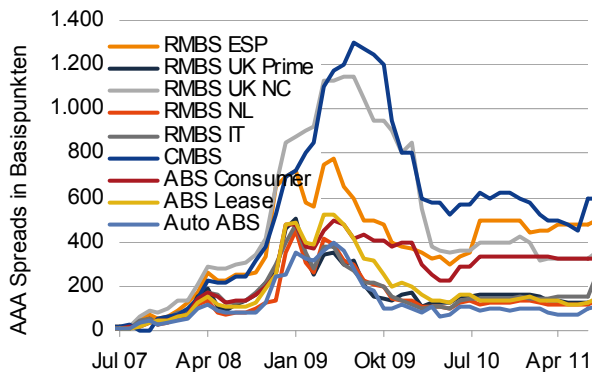


Quelle: DZ BANK

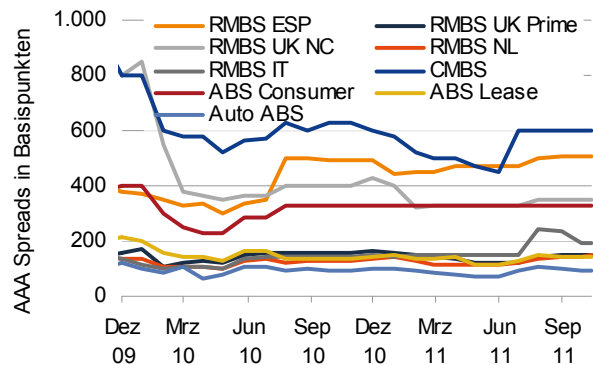
KUMULIERTES EMISSIONSVOLUMEN DES EUROPÄISCHEN STRUCTURED FINANCE MARKETS



SPREADS – LANGFRISTIGE ENTWICKLUNG



SPREADS – KURZFRISTIGE ENTWICKLUNG



Quelle: DZ BANK

AKTUELLE PIPELINE

Zur Zeit keine relevanten Transaktionen in der Pipeline.

NEUEMISSIONEN IM SEPTEMBER

Transaktion	Assetklasse	Land	Originator	Volumen (Mio.)	Mrd. Euro
ABS					
FADE	Sonstige ABS	ES	Endesa, Iberdrola, u.a.	EUR 1.500,0	1,50
Gracechurch Card 2011-4	Credit Card ABS	UK	Barclays	EUR 1.100,0	1,10
SCGA 2011-1	Auto ABS	DE	Santander Consumer Bank	EUR 600,0	0,60
VCL 14	Auto ABS	DE	Volkswagen Leasing GmbH	EUR 750,0	0,75
MBS					
Holmes 2011-3	RMBS	UK	Santander UK plc	GBP 2.400,0	2,75
Summe					6,70

RMBS & CMBS

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Holmes 2011-3	A2	USD	2.000,0	2,9	3mL	155	Aaa	AAA	AAA
Bloomberg	HMI 2011-3X	A3	EUR	200,0	2,9	3mE	140	Aaa	AAA	AAA
Assetklasse	RMBS	A4	GBP	165,0	4,6	3mL	165	Aaa	AAA	AAA
Land	Großbritannien	A5	USD	500,0	7,3	3mL	175	Aaa	AAA	AAA
Originator	Santander UK plc	A6	USD	250,0	7,3	3mL	175	Aaa	AAA	AAA
Volumen	GBP 2.400,0 Mio.	A1	USD	500,0	0,8	LIBOR01M	13	P-1	A-1+	F1+
Pricing	15.09.2011									

- Öffentlich vermarktete Prime RMBS der britischen Santander-Tochtergesellschaft.
- Portfolio: Volumen 11,3 Mrd. GBP; 113.966 Hypotheken; aktueller WA LTV 64,23%; WA Seasoning 62,21 Monate

Quelle: DZ BANK

AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN DES MONATS

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
28.09.2011	IRIDA 2009-1	A	Moody's	Downgrade	Ba3/ Watch negative	B2
ABS	Griechenland					
	IRIDA 2009-1					
22.09.2011	ASSET-BACKED EUROPEAN SECURITISATION TRANSACTION 5	B	Fitch	Upgrade	A+	AA-
ABS	Deutschland					
	ABEST 5					
21.09.2011	SOCIETA DI CARTOLARIZZAZIONE ITALIANA CREDITI ARL 2003-1	A2	S&P	Downgrade	A+	A
ABS	Italien					
	SCIC 2003-1					
20.09.2011	REVOLVER 2008-1	A	S&P	Downgrade	BB+	CCC
ABS	Griechenland					
	RVLVR 2008-1					
15.09.2011	AGRISECURITIES 2008-1	A	Fitch	Downgrade	AAA	AA
ABS	Italien	B	Fitch	Downgrade	BB+	BB
	AGRI 2008-1					
30.09.2011	BANKOA MBS 2009-1	A	S&P	Upgrade	A+	AAA
RMBS	Spanien					
	BKOAM 2009-1					
30.09.2011	FASTNET SECURITIES 5	A1	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	Baa1
RMBS	Irland	A2	Moody's	Downgrade	A1/ Watch negative	Baa1
	FSTNT 5					
29.09.2011	EUROPEAN LOAN CONDUIT 27	A	Fitch	Downgrade	AA	A
CMBS	Großbritannien	B	Fitch	Downgrade	BBB	BB
	EURO 27X	E	Fitch	Downgrade	CCC	CC
29.09.2011	FORDGATE COMMERCIAL SECURITISATION 1	A	Fitch	Downgrade	AA/ Watch negative	BBB
CMBS	Großbritannien	B	Fitch	Downgrade	A/ Watch negative	BB
	FOX 1					
29.09.2011	GERMAN GROUND LEASE FINANCE 2006-2	A1	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Baa1
CMBS	Deutschland	B1	Moody's	Downgrade	Aa3/ Watch negative	B2
	GGLF 2006-2					
28.09.2011	CLARIS FINANCE 2005	A	Moody's	Affirmation	Aaa/ Watch negative	Aaa
RMBS	Italien					
	CLARF 2005					
28.09.2011	EUROSAIL 2006-3	D1A	Fitch	Upgrade	CC	CCC
RMBS	Großbritannien	D1C	Fitch	Upgrade	CC	CCC
	ESAIL 2006-3X	E1C	Fitch	Upgrade	C	CC
		ETC	Fitch	Upgrade	C	CC
		FTC	Fitch	Upgrade	C	CC
28.09.2011	EUROSAIL 2007-1	C1A	Fitch	Upgrade	CCC	B
RMBS	Großbritannien	D1A	Fitch	Upgrade	CC	CCC
	ESAIL 2007-1X	D1C	Fitch	Upgrade	CC	CCC
		DTC	Fitch	Upgrade	C	B
		E1C	Fitch	Upgrade	C	CC
		ETC	Fitch	Upgrade	C	CCC
		FTC	Fitch	Upgrade	C	CC

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
28.09.2011	PROVIDE D09-1	B	S&P	Upgrade	AA	AA+
RMBS	Deutschland	C	S&P	Upgrade	A	A+
	PROVI D09-1					
28.09.2011	PROVIDE G02-1	C	Fitch	Downgrade	CCC	CC
RMBS	Deutschland					
	PROVI G02-1					
28.09.2011	PROVIDE VR02-1	B	S&P	Upgrade	AA	AAA
RMBS	Deutschland	C	S&P	Upgrade	A	AA
	PROVI VR02-1					
26.09.2011	AYT CAIXANOVA HIPOTECARIO 2007-1	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa3
RMBS	Spanien	B	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Baa3
	CXNOV 2007-1	C	Moody's	Downgrade	Baa1/ Watch negative	B2
		D	Moody's	Downgrade	Ba2/ Watch negative	Caa3
		E	Moody's	Downgrade	Ca/ Watch negative	C
26.09.2011	FASTNET SECURITIES 3	A1	Moody's	Affirmation	A1/ Watch negative	A1
RMBS	Irland	A2	Moody's	Affirmation	A1/ Watch negative	A1
	FSTNT 3					
23.09.2011	DECO 7-E2	H	S&P	Downgrade	B-	D
CMBS	Diverse					
	DECO 7-E2X					
23.09.2011	OPERA UN	A	S&P	Downgrade	B	CCC-
CMBS	Niederlande	B	S&P	Downgrade	B-	CCC-
	OPERA UNI	C	S&P	Downgrade	CCC	CCC-
23.09.2011	WINDERMERE CMBS XIV-A	A	Fitch	Downgrade	AA	A
CMBS	Diverse					
	WINDM XIV-A					
22.09.2011	GERMAN RESIDENTIAL ASSET NOTE DISTRIBUTOR 1	A	Moody's	Downgrade	Aa1	Aa3
CMBS	Deutschland	B	Moody's	Downgrade	A1	A3
	GRND 1	C	Moody's	Downgrade	Baa2	Baa3
		D	Moody's	Downgrade	Ba1	Ba3
		E	Moody's	Downgrade	Ba2	B1
		F	Moody's	Downgrade	Ba3	B2
21.09.2011	FONDO IMMOBILI PUBBLICI FUNDING 1	A1	S&P	Downgrade	A+	A
CMBS	Italien	A2	S&P	Downgrade	A+	A
	FIPF 1					
21.09.2011	SANTANDER HIPOTECARIO 6	F	S&P	Downgrade	CCC-	D
RMBS	Spanien					
	SHIPO 6					
20.09.2011	TAURUS CMBS 3	A	S&P	Downgrade	A+	A
CMBS	Deutschland	B	S&P	Downgrade	A+	BBB
	TAURS 3	C	S&P	Downgrade	A	BB
		D	S&P	Downgrade	BB+	B
16.09.2011	KENSINGTON MORTGAGE SECURITIES 2007-1	A3A	S&P	Downgrade	NR	AA-
RMBS	Großbritannien	A3B	S&P	Downgrade	NR	AA-
	KMS 2007-1X					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
16.09.2011	OPERA CMH	A	S&P	Downgrade	A	BBB
CMBS	Irland	B	S&P	Downgrade	BBB	BB
	OPERA CMH	C	S&P	Downgrade	BB	B
		D	S&P	Downgrade	B	B-
16.09.2011	TAURUS CMBS 2007-1	A2	S&P	Downgrade	A+	A
CMBS	Diverse	B	S&P	Downgrade	A-	BBB
	TAURS 2007-1	C	S&P	Downgrade	BBB-	BB-
		D	S&P	Downgrade	BB-	B
15.09.2011	NEWGATE FUNDING 2006-3	T	Fitch	Upgrade	CCC	B
RMBS	Großbritannien	Q	Fitch	Upgrade	CC	CCC
	NGATE 2006-3A	T	Fitch	Upgrade	CCC	B
15.09.2011	NEWGATE FUNDING 2007-1	E	Fitch	Upgrade	CC	CCC
RMBS	Großbritannien	E	Fitch	Upgrade	CC	CCC
	NGATE 2007-1A					
15.09.2011	NEWGATE FUNDING 2007-2	A3	Fitch	Downgrade	AA+	AA
RMBS	Großbritannien	A3	Fitch	Downgrade	AA+	AA
	NGATE 2007-2A	DB	Fitch	Upgrade	CC	CCC
14.09.2011	EPIC DRUM	A	S&P	Downgrade	A	BBB+
CMBS	Diverse	B	S&P	Downgrade	BBB	BBB-
	EPICP DRUM	C	S&P	Downgrade	BB+	BB
		D	S&P	Downgrade	BB+	BB-
		E	S&P	Downgrade	BB	B
13.09.2011	ECLIPSE 2007-1	D	S&P	Downgrade	B	B-
CMBS	Großbritannien	E	S&P	Downgrade	B-	CCC
	ECLIP 2007-1X					
13.09.2011	FCC ELIDE 2008-1	S	S&P	Upgrade	BBB-	A-
RMBS	Frankreich					
	ELIDE 2008-1					
13.09.2011	MESDAG CHAR	C	S&P	Downgrade	BB+	BB
CMBS	Diverse	D	S&P	Downgrade	B	B-
	MESDG CHAR	E	S&P	Downgrade	CCC-	D
13.09.2011	TAURUS CMBS 4	C	Fitch	Downgrade	CCC	C
CMBS	Großbritannien	D	Fitch	Downgrade	CC	C
	TAURS 4					
12.09.2011	LOTHIAN MORTGAGES 3	E	S&P	Downgrade	BB	NR
RMBS	Großbritannien					
	LOTH 3A					
09.09.2011	DECO 2007-E7	B	S&P	Downgrade	A	A-
CMBS	Diverse	B	S&P	Downgrade	A	A-
	DECO 2007-E7A	C	S&P	Downgrade	BBB+	BBB-
		D	S&P	Downgrade	BB+	BB-
		E	S&P	Downgrade	BB	B+
		F	S&P	Downgrade	BB-	B-
09.09.2011	EUROPEAN LOAN CONDUIT 25	F	S&P	Downgrade	B+	CCC-
CMBS	Diverse	G	S&P	Downgrade	CCC	D
	EURO 25X					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
09.09.2011	PELICAN MORTGAGES 2	A	S&P	Upgrade	A+	AA-
RMBS	Portugal	B	S&P	Upgrade	A+	AA-
	PELIC 2	C	S&P	Downgrade	A-	BBB
09.09.2011	PELICAN MORTGAGES 3	B	S&P	Downgrade	AA-	A+
RMBS	Portugal					
	PELIC 3					
09.09.2011	PROVIDE G02-1	A	Moody's	Downgrade	Aa1/ Watch negative	Aa2
RMBS	Deutschland	B	Moody's	Downgrade	A2/ Watch negative	Baa2
	PROVI G02-1	C	Moody's	Downgrade	B1/ Watch negative	Ca
		D	Moody's	Downgrade	Ca/ Watch negative	C
08.09.2011	EPIC CULZ	F	S&P	Downgrade	B	B-
CMBS	Großbritannien					
	EPICP CULZ					
07.09.2011	DOURO MORTGAGES 1	B	S&P	Downgrade	AA-	BBB+
RMBS	Portugal	C	S&P	Downgrade	A	BB+
	DOURM 1	D	S&P	Downgrade	BBB	BB-
07.09.2011	DOURO MORTGAGES 3	B	S&P	Downgrade	AA-	BBB-
RMBS	Portugal	C	S&P	Downgrade	A	BB+
	DOURM 3	D	S&P	Downgrade	BBB	BB-
		E	S&P	Upgrade	BBB-	A-
06.09.2011	EMF- UK 2008-1	A2	Fitch	Downgrade	CCC	C
RMBS	Großbritannien	A3	Fitch	Downgrade	CC	C
	EUMF 2008-1X					
06.09.2011	EUROSAIL 2007-4	A2A	Fitch	Downgrade	BB	B
RMBS	Großbritannien	A3A	Fitch	Downgrade	CCC	CC
	ESAIL 2007-4X	A3C	Fitch	Downgrade	CCC	CC
		B1A	Fitch	Downgrade	CC	C
06.09.2011	EUROSAIL 2007-5	A1A	Fitch	Downgrade	CCC	CC
RMBS	Großbritannien	A1C	Fitch	Downgrade	CCC	CC
	ESAIL 2007-5X					
06.09.2011	EUROSAIL 2007-PR1	A	Fitch	Downgrade	CCC	CC
RMBS	Großbritannien					
	ESAIL 2007-PR1X					
06.09.2011	MORTGAGE FUNDING 2008-1	A	Fitch	Downgrade	CCC	CC
RMBS	Großbritannien					
	MFD 2008-1					
06.09.2011	NEWGATE FUNDING 2007-3	E	Moody's	Downgrade	Caa2/ Watch negative	Ca
RMBS	Großbritannien	BA	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Baa2
	NGATE 2007-3A	BB	Moody's	Downgrade	A3/ Watch negative	Baa2
		CB	Moody's	Downgrade	Ba1/ Watch negative	B1
		D	Moody's	Downgrade	B2/ Watch negative	Caa2
		E	Moody's	Downgrade	Caa2/ Watch negative	Ca
05.09.2011	ARMOIN RESIDENTIAL SECURITIES 2009-1	A	Fitch	Downgrade	AA/ Watch negative	A
RMBS	Irland					
	ARMON 2009-1					
05.09.2011	BYZANTIUM FINANCE 2	A	Fitch	Downgrade	BBB-/ Watch negative	BB
RMBS	Griechenland					
	BYZAN 2					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
05.09.2011	CELTIC RESIDENTIAL IRISH MORTGAGE SECURITISATION 11	A2A	Fitch	Affirmation	AA/ Watch negative	AA
RMBS	Irland	A3A	Fitch	Downgrade	AA/ Watch negative	A
	CRSM 11	A3C	Fitch	Downgrade	AA/ Watch negative	A
		BA	Fitch	Downgrade	A/ Watch negative	BBB
		CA	Fitch	Downgrade	B/ Watch negative	CCC
		CC	Fitch	Downgrade	B/ Watch negative	CCC
05.09.2011	DOURO MORTGAGES 1	C	Fitch	Downgrade	A+/ Watch negative	BBB
RMBS	Portugal	D	Fitch	Downgrade	A-	BB
	DOURM 1					
05.09.2011	DOURO MORTGAGES 2	B	Fitch	Downgrade	A+/ Watch negative	BBB
RMBS	Portugal	C	Fitch	Downgrade	A	BB
	DOURM 2	D	Fitch	Downgrade	BBB+	B
05.09.2011	DOURO MORTGAGES 3	B	Fitch	Downgrade	A+/ Watch negative	BBB
RMBS	Portugal	C	Fitch	Downgrade	A	BB
	DOURM 3	D	Fitch	Downgrade	BBB	B
05.09.2011	EMERALD MORTGAGES 4	A	Fitch	Downgrade	A/ Watch negative	BBB
RMBS	Irland	B	Fitch	Affirmation	BB/ Watch negative	BB
	EMERM 4	C	Fitch	Downgrade	B/ Watch negative	CCC
05.09.2011	HIPOOTTA 11	B	Fitch	Downgrade	BBB+	BBB
RMBS	Portugal					
	HIPO 11					
05.09.2011	HIPOOTTA 4	C	Fitch	Downgrade	A	BB
RMBS	Portugal					
	HIPO 4					
05.09.2011	KILDARE SECURITIES 2007-1	A3	Fitch	Affirmation	AA/ Watch negative	AA
RMBS	Irland	B	Fitch	Affirmation	A/ Watch negative	A
	KDRE 2007-1	C	Fitch	Downgrade	BBB/ Watch negative	BB
		D	Fitch	Affirmation	B/ Watch negative	B
05.09.2011	LANSLOWNE MORTGAGE SECURITIES 1	A2	Fitch	Downgrade	A/ Watch negative	BB
RMBS	Irland	B1	Fitch	Downgrade	CCC/ Watch negative	CC
	LANS 1	B2	Fitch	Affirmation	CC/ Watch negative	CC
		M1	Fitch	Downgrade	BBB/ Watch negative	B
		M2	Fitch	Downgrade	B/ Watch negative	CCC
05.09.2011	LANSLOWNE MORTGAGE SECURITIES 2	A2	Fitch	Downgrade	BBB/ Watch negative	B
RMBS	Irland	B	Fitch	Affirmation	CC/ Watch negative	CC
	LANS 2	M1	Fitch	Downgrade	B/ Watch negative	CCC
		M2	Fitch	Downgrade	CCC/ Watch negative	CC
05.09.2011	LUSITANO MORTGAGES 2	E	Fitch	Downgrade	BBB-	BB
RMBS	Portugal					
	LUSI 2					
05.09.2011	LUSITANO MORTGAGES 3	D	Fitch	Downgrade	BBB-	BB
RMBS	Portugal					
	LUSI 3					
05.09.2011	LUSITANO MORTGAGES 4	A	Fitch	Downgrade	A+/ Watch negative	BBB-
RMBS	Portugal	B	Fitch	Downgrade	A+/ Watch negative	BBB-
	LUSI 4	C	Fitch	Downgrade	A	BBB-
		D	Fitch	Downgrade	BB	B

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
05.09.2011	LUSITANO MORTGAGES 5	A	Fitch	Downgrade	A+/ Watch negative	BBB-
RMBS	Portugal	B	Fitch	Downgrade	A+/ Watch negative	BBB-
	LUSI 5	C	Fitch	Downgrade	A	BBB-
		D	Fitch	Downgrade	BB	B
05.09.2011	LUSITANO MORTGAGES 6	D	Fitch	Downgrade	BBB-	BB
RMBS	Portugal	E	Fitch	Downgrade	B	CCC
	LUSI 6					
05.09.2011	MAGELLAN MORTGAGES 2	D	Fitch	Downgrade	BBB+	BB
RMBS	Portugal					
	MAGEL 2					
05.09.2011	MANSARD MORTGAGES 2007-1	B2	Fitch	Upgrade	CC	CCC
RMBS	Großbritannien					
	MANSD 2007-1X					
05.09.2011	MANSARD MORTGAGES 2007-2	B1	Fitch	Upgrade	CCC	B
RMBS	Großbritannien	B2	Fitch	Upgrade	CC	CCC
	MANSD 2007-2X					
05.09.2011	PELICAN MORTGAGES 2	C	Fitch	Downgrade	A-	BBB
RMBS	Portugal					
	PELIC 2					
05.09.2011	PELICAN MORTGAGES 3	C	Fitch	Downgrade	A	BB
RMBS	Portugal	D	Fitch	Downgrade	BBB	B
	PELIC 3					
05.09.2011	PIRUS SECURITIES 2008-1	A	Fitch	Downgrade	AA/ Watch negative	A
RMBS	Irland					
	PIRUS 2008-1					
02.09.2011	BOWBELL 2010-1	A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa1
RMBS	Großbritannien					
	BOWBL 2010-1					
02.09.2011	BRUNEL RESIDENTIAL MORTGAGE SECURITISATION 2007-1	A4A	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa2/ Watch negative
RMBS	Großbritannien	A4B	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa2/ Watch negative
	BRNL 2007-1A					
01.09.2011	DECO 2005-C1	D	S&P	Downgrade	CCC-	D
CMBS	Großbritannien					
	DECO 2005-C1X					
30.09.2011	NEPTUNO CLO 2007-1	AR	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
CLO	Diverse	AT	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
	NPTNO 2007-1	B1	Moody's	Upgrade	A2/ Watch positive	Aa3
		B2	Moody's	Upgrade	A2/ Watch positive	Aa3
		C	Moody's	Upgrade	Baa3/ Watch positive	Baa1
		D	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Ba1
		E1	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	B1
		E2	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	B1
30.09.2011	PROMISE XXS6-1	A	S&P	Downgrade	AAA	AA+
CLO	Diverse	B	S&P	Downgrade	AA	A+
	PROMS XXS6-1	C	S&P	Downgrade	A	BBB-
		D	S&P	Downgrade	BBB	BB-
		E	S&P	Downgrade	BB	CCC
		F	S&P	Downgrade	B-	CCC-

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
30.09.2011	VENUS FINANCE 2006-1	A	Fitch	Downgrade	AAA	BBB
CLO	Italien	B	Fitch	Downgrade	AA	BB
	VENUS 2006-1	C	Fitch	Downgrade	A	B
		D	Fitch	Downgrade	BBB	CCC
		E	Fitch	Downgrade	BB	CC
29.09.2011	EUROCREDIT CDO V-A	A3	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aa1
CDO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	A3/ Watch positive	A1
	EUROC V-A	C	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	Baa1
		D	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Ba1
		E	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	Ba3
		V	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Baa3
29.09.2011	EUROCREDIT CDO VIII-A	A	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
CDO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	Baa1/ Watch positive	Aa2
	EUROC VIII-A	C	Moody's	Upgrade	Ba2/ Watch positive	Baa1
		D	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	Ba2
		E	Moody's	Upgrade	Ca/ Watch positive	B1
28.09.2011	COLOMBO 1	A2	S&P	Downgrade	A+	A
CLO	Italien					
	COLOM 1					
28.09.2011	EPIHIRO 2009-1	A	Moody's	Downgrade	Ba3/ Watch negative	B2
CLO	Griechenland					
	EPIRO 2009-1					
28.09.2011	EURO GALAXY CLO 2007-2	A	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aaa
CLO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	Baa2/ Watch positive	Aa3
	EGLXY 2007-2X	C	Moody's	Upgrade	Ba3/ Watch positive	A3
		D	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	Ba2
		E	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	B1
		P	Moody's	Downgrade	Ba3/ Watch positive	WR
28.09.2011	KATANALOTIKA 2008-1	A	Moody's	Downgrade	Ba3/ Watch negative	B2
CDO	Griechenland					
	KATKA 2008-1					
28.09.2011	WOOD STREET CLO I	B	Moody's	Upgrade	A3/ Watch positive	A1
CLO	Diverse	C	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	Baa2
	WODST I	D1	Moody's	Upgrade	B2/ Watch positive	Ba2
		D2	Moody's	Upgrade	B2/ Watch positive	Ba2
		E	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	B1
		X	Moody's	Downgrade	A3/ Watch positive	WR
		Y	Moody's	Upgrade	Ba2/ Watch positive	Baa2
		Z	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	B1
27.09.2011	CORDATUS 2007-1	A1D	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
CLO	Diverse	A1F	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
	CORDA 2007-1X	A2	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
		B	Moody's	Upgrade	Baa1/ Watch positive	A1
		C	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	Baa2
		D	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Ba2
		E	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	B1
		F	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	B2
		F2	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	B2

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
27.09.2011	COUGAR CLO I	A	Moody's	Affirmation	Aa3/ Watch positive	Aa3
CLO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Ba3
	COUGR I					
27.09.2011	HALCYON STRUCTURED ASSET MANAGEMENT EUROPEAN CLO 2007-I	A2	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
CLO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	A3/ Watch positive	Aa3
	HSAME 2007-IX	C	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	Baa1
		D	Moody's	Upgrade	B2/ Watch positive	Ba1
		E	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	Ba3
		F	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	Ba3
26.09.2011	DUCHESS I	A1	Moody's	Downgrade	Aa3/ Watch positive	WR
CDO	Diverse					
	DUCHS IA					
23.09.2011	AQUILAE CLO 2006-1	A	S&P	Upgrade	AA	AA+
CLO	Diverse	B	S&P	Upgrade	A	AA
	AQUIL 2006-1X	C	S&P	Upgrade	BBB	A
		D	S&P	Upgrade	BB+	BBB-
		E	S&P	Upgrade	CCC	B+
23.09.2011	CCM EMPRESAS FTA 2008-1	C	Moody's	Upgrade	Ba3	Aa2/ Watch negative
CLO	Spanien					
	CCME 2008-1					
23.09.2011	HIGHLANDER EURO CDO 2006-2C	C	Moody's	Upgrade	Ba3/ Watch positive	Baa2
CDO	Diverse	D	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	Ba1
	HEC 2006-2CX	E	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	Ba3
		X	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Ba1
23.09.2011	HIGHLANDER EURO CDO 2006-2N	A	Moody's	Affirmation	Aa1/ Watch positive	Aa1
CDO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	Baa2/ Watch positive	A2
	HEC 2006-2NX	C	Moody's	Upgrade	Ba3/ Watch positive	Baa2
		D	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	Ba1
23.09.2011	HIGHLANDER EURO CDO 2008-4	A	Moody's	Upgrade	Aa3/ Watch positive	Aaa
CDO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	Baa2/ Watch positive	A1
	HEC 2008-4A	C	Moody's	Upgrade	Ba2/ Watch positive	Baa1
23.09.2011	JUBILEE CDO VI-A	A1B	Moody's	Affirmation	Aa3/ Watch positive	Aa3
CDO	Diverse	A2B	Moody's	Affirmation	Aa3/ Watch positive	Aa3
	JUBIL VI-A	A3	Moody's	Affirmation	Aa1/ Watch positive	Aa1
		B	Moody's	Affirmation	Baa1/ Watch positive	Baa1
		C	Moody's	Affirmation	Ba1/ Watch positive	Ba1
		D	Moody's	Upgrade	B2/ Watch positive	B1
		E	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	Caa1
		Q	Moody's	Upgrade	B2/ Watch positive	Ba3
		R	Moody's	Downgrade	B2/ Watch positive	WR
		S	Moody's	Upgrade	Ba2/ Watch positive	Baa3
23.09.2011	SILVER BIRCH CLO 1	A	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
CLO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	A2/ Watch positive	Aa2
	SILBR 1A	C	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	Baa1
		D	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	B1
		E	Moody's	Affirmation	Caa3/ Watch positive	Caa3

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
22.09.2011	GSC EUROPEAN CDO 2006-3	A1	Moody's	Upgrade	Aa3/ Watch positive	Aa1
CDO	Diverse	A1D	Moody's	Upgrade	Aa3/ Watch positive	Aa1
	GSCP 2006-3A	A2	Moody's	Upgrade	Aa3/ Watch positive	Aa1
		A3	Moody's	Upgrade	Aa3/ Watch positive	Aa1
		B	Moody's	Upgrade	Baa2/ Watch positive	A2
		C	Moody's	Upgrade	Ba3/ Watch positive	Baa3
		COMV	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
		COMW	Moody's	Downgrade	B1/ Watch positive	WR
		COMX	Moody's	Upgrade	B2/ Watch positive	Ba1
		D1	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	Ba3
		D2	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	Ba3
		E	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	B1
21.09.2011	HUDSON CLO 2007-1	A2	Moody's	Affirmation	Aa2/ Watch positive	Aa2
CLO	Diverse	A3	Moody's	Upgrade	Baa1/ Watch positive	A2
	HUDCL 2007-1X	B1	Moody's	Upgrade	Ba2/ Watch positive	Baa3
		B2	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	Ba3
21.09.2011	JUBILEE CDO V-A	A1B	Moody's	Affirmation	Aa2/ Watch positive	Aa2
CDO	Diverse	A2	Moody's	Affirmation	Aa1/ Watch positive	Aa1
	JUBIL V-A	B	Moody's	Affirmation	A3/ Watch positive	A3
		C	Moody's	Affirmation	Ba2/ Watch positive	Ba2
		D1	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	B2
		D2	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	B2
		V	Moody's	Affirmation	Ba1/ Watch positive	Ba1
		W	Moody's	Affirmation	Ba2/ Watch positive	Ba2
		X	Moody's	Downgrade	Caa1/ Watch positive	WR
		Y	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	B2
20.09.2011	CADOGAN SQUARE CLO 3	A	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aaa
CLO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	Baa2/ Watch positive	Aa3
	CADOG 3X	C	Moody's	Upgrade	Ba2/ Watch positive	Baa1
		D	Moody's	Upgrade	B2/ Watch positive	Ba1
		E	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	B1
		X	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Baa2
20.09.2011	EUROCREDIT CDO III-X	B	Moody's	Upgrade	A3/ Watch positive	A1
CDO	Diverse	C1	Moody's	Upgrade	Ba3/ Watch positive	Ba1
	EUROC III-X	C2	Moody's	Upgrade	Ba3/ Watch positive	Ba1
		D1	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	B1
		D2	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	B1
		E1	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	Caa2
		E2	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	Caa2
20.09.2011	OCTAGON INVESTMENT PARTNERS X 2006-10	A1RE	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
CDO	Diverse					
	OCT10 2006-10A					
19.09.2011	FTA SANTANDER EMPRESAS 3	C	Fitch	Downgrade	BBB	BB
CLO	Spanien	D	Fitch	Downgrade	BB	B
	SANTM 3	E	Fitch	Downgrade	CCC	CC

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
19.09.2011	FTA SANTANDER EMPRESAS 4	A1	Fitch	Downgrade	A	BBB
CLO	Spanien	A2	Fitch	Downgrade	A	BBB
	SANTM 4	A3	Fitch	Downgrade	A	BBB
		B	Fitch	Downgrade	BBB	BB
		C	Fitch	Downgrade	BB	B
		D	Fitch	Downgrade	CCC	C
		E	Fitch	Downgrade	CC	C
16.09.2011	FTA SANTANDER EMPRESAS 2	A2	Fitch	Upgrade	AA	AAA
CLO	Spanien	B	Fitch	Upgrade	A	AA
	SANTM 2					
15.09.2011	AGRICART 4 FINANCE S.R.L 2007-1	A2	Fitch	Downgrade	AAA	AA-
CLO	Italien					
	ACART 2007-1					
15.09.2011	CORDATUS 2006-1	VFN	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
CLO	Diverse	A1	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
	CORDA 2006-1X	A2	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
		B	Moody's	Upgrade	A3/ Watch positive	A1
		C	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	Baa2
		D	Moody's	Upgrade	B2/ Watch positive	Ba2
		E	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	B1
		W	Moody's	Upgrade	Ba3/ Watch positive	Baa3
15.09.2011	MERCATOR CLO I-A	A2	S&P	Upgrade	A-	A+
CLO	Diverse	A3	S&P	Upgrade	BB+	BBB+
	MERCT I-A	B1	S&P	Upgrade	B+	BB+
		B2	S&P	Upgrade	CCC-	B-
15.09.2011	PROVENTUS EUROPEAN ABS CDO 2007-1	C	S&P	Affirmation	BBB+/ Watch negative	BBB+
CDO	Diverse					
	PROVT 2007-1					
14.09.2011	BROOKLANDS EURO REFERENCE LINKED NOTES 2002-2	A1	Fitch	Downgrade	CC	C
CDO	Diverse					
	BROOK 2002-2					
12.09.2011	COUGAR CLO II	A	Moody's	Affirmation	Aa3/ Watch positive	Aa3
CLO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	B3/ Watch positive	B1
	COUGR II					
12.09.2011	HALCYON STRUCTURED ASSET MANAGEMENT EUROPEAN CLO 2006-II	A1	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aa1
CLO	Diverse	A1D	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aa1
	HSAME 2006-IIA	A1R	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aa1
		B	Moody's	Upgrade	Baa3/ Watch positive	A2
		C	Moody's	Upgrade	Ba3/ Watch positive	Baa3
		D	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	Ba2
		E	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	B2
		P	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	Caa2

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
09.09.2011	ARES EURO CLO 2007-1	A2	Moody's	Upgrade	Aa3/ Watch positive	Aaa
CLO	Diverse	A3	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
	ARESE 2007-1X	B1	Moody's	Upgrade	Baa1/ Watch positive	Aa2
		B2	Moody's	Upgrade	Baa1/ Watch positive	Aa2
		C	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	A2
		D	Moody's	Upgrade	B3/ Watch positive	Baa3
		E	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	Ba3
		F	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	B1
		Q	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	Baa1
09.09.2011	EUROCREDIT CDO VII-A	A	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
CDO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	A2/ Watch positive	Aa3
	EUROC VII-A	C	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	Baa1
		D	Moody's	Upgrade	B2/ Watch positive	Ba1
		E	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	Ba3
		P	Moody's	Upgrade	Baa1/ Watch positive	Aa3
		Q	Moody's	Upgrade	B3/ Watch positive	Ba2
		R	Moody's	Upgrade	Ba2/ Watch positive	Baa3
		S	Moody's	Upgrade	Baa1/ Watch positive	Aa3
		VFN	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
09.09.2011	GSC EUROPEAN CDO 2007-4	A2	Moody's	Upgrade	Aa3/ Watch positive	Aa1
CDO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	Baa1/ Watch positive	Aa3
	GSCP 2007-4X	C	Moody's	Upgrade	Ba2/ Watch positive	Baa2
		COMR	Moody's	Upgrade	Ba3/ Watch positive	Baa1
		COMW	Moody's	Upgrade	B3/ Watch positive	B1
		D	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	Ba2
		E	Moody's	Upgrade	Ca/ Watch positive	B1
08.09.2011	AYT COLATERALES GLOBAL EMPRESAS 2009-GL1	B	Fitch	Upgrade	A	AA
CLO	Spanien	C	Fitch	Upgrade	BBB-	A
	AYTGE 2009-GL1	D	Fitch	Upgrade	BB-	BBB
08.09.2011	CADOGAN SQUARE CLO 4	A	S&P	Upgrade	A+	AA-
CLO	Diverse	B1	S&P	Upgrade	BBB+/ Watch positive	A-
	CADOG 4X	B2	S&P	Upgrade	BBB+/ Watch positive	A-
		C	S&P	Upgrade	BB+/ Watch positive	BBB
		D	S&P	Upgrade	BB-	BB+
		E	S&P	Upgrade	B-	B+
08.09.2011	CLARE ISLAND 1	II	Moody's	Upgrade	Baa1/ Watch positive	A1
CLO	Diverse	IIIA	Moody's	Upgrade	Ba3/ Watch positive	Ba1
	CLISL 1X	IIIB	Moody's	Upgrade	Ba3/ Watch positive	Ba1
		IVA	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	B1
		IVB	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	B1
		S	Moody's	Downgrade	Ba3/ Watch positive	WR
08.09.2011	FTA SANTANDER EMPRESAS 4	A1	S&P	Downgrade	AAA	AA
CLO	Spanien	A2	S&P	Downgrade	AAA	AA
	SANTM 4	A3	S&P	Downgrade	AAA	AA
		B	S&P	Affirmation	A-/ Watch negative	A-
		C	S&P	Downgrade	BBB-/ Watch negative	BB-
		D	S&P	Downgrade	B-	CCC+
		E	S&P	Downgrade	CCC	CCC-

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
08.09.2011	OAK HILL EUROPEAN CREDIT PARTNERS 2006-1	A	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
CDO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	A3/ Watch positive	Aa1
	OHECP 2006-1X	C1	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	A2
		C2	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	A2
		D	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Baa3
		E	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	Ba3
		R	Moody's	Upgrade	Baa3/ Watch positive	A1
07.09.2011	CELL LOW LEVERED PARTNERS 2006-1	A1	Moody's	Upgrade	Aa3/ Watch positive	Aaa
CLO	Diverse	A2	Moody's	Upgrade	Aa3/ Watch positive	Aaa
	CELL 2006-1X	A3	Moody's	Upgrade	Aa3/ Watch positive	Aaa
		B	Moody's	Upgrade	Baa3/ Watch positive	A1
		C	Moody's	Upgrade	Ba3/ Watch positive	Baa1
		D1	Moody's	Upgrade	B3/ Watch positive	Ba2
		D2	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	Ba3
		D3	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	Ba3
07.09.2011	FTPYME TDA 6	3SA	Fitch	Downgrade	B	CCC
CLO	Spanien					
	PYME 6					
06.09.2011	EGRET FUNDING CLO I-X	A	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aa1
CLO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	Baa2/ Watch positive	A1
	EGRET I-X	C	Moody's	Upgrade	Ba3/ Watch positive	Baa2
		D	Moody's	Upgrade	Caa1/ Watch positive	Ba2
		E	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	B1
		P	Moody's	Upgrade	Ba3/ Watch positive	Baa2
06.09.2011	EUROPEAN ENHANCED LOAN FUND 2006-1	0	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Baa3
CDO	Diverse	A3B	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
	EELF 2006-1	B1	Moody's	Upgrade	A1/ Watch positive	Aa3
		B2	Moody's	Upgrade	A1/ Watch positive	Aa3
		C	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	Baa1
		D1	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Baa3
		D2	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Baa3
		D3	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Baa3
		D4	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Baa3
		E1	Moody's	Upgrade	B3/ Watch positive	Ba2
		E2	Moody's	Upgrade	B3/ Watch positive	Ba2
		E3	Moody's	Upgrade	B3/ Watch positive	Ba2
		M	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Baa3
05.09.2011	CAIRN CLO 2007-2	A1R	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA+
CLO	Diverse	A1E	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA+
	CRNCL 2007-2X	A1S	S&P	Downgrade	AAA/ Watch negative	AA+
05.09.2011	EMPRESAS BANESTO 2008-3	B	Moody's	Downgrade	Aa2	WR
CLO	Spanien	C	Moody's	Downgrade	Baa3	WR
	BTOE 2008-3					
05.09.2011	RMF EURO CDO III-A	I	S&P	Upgrade	AA	AA+
CDO	Diverse	III	S&P	Upgrade	BBB+	A-
	RMFE III-A	IV	S&P	Upgrade	BB	BB+
		V	S&P	Upgrade	B-	BB

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
02.09.2011	AVOCA CLO II-A	A1	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
CLO	Diverse	A2	Moody's	Upgrade	A3/ Watch positive	Aa1
	AVOCA II-A	B	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	Baa2
		C1	Moody's	Upgrade	B3/ Watch positive	Ba2
		C2	Moody's	Upgrade	B3/ Watch positive	Ba2
		D	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	B3
02.09.2011	EUROCREDIT CDO VI-X	AR	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aaa
CDO	Diverse	AT	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aaa
	EUROC VI-X	B	Moody's	Upgrade	Baa1/ Watch positive	A1
		C	Moody's	Upgrade	Ba2/ Watch positive	Baa1
		D	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Ba1
		E	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	Ba3
02.09.2011	GRESHAM CAPITAL CLO 2006-2	A	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
CLO	Diverse	AF	Moody's	Upgrade	Aa1/ Watch positive	Aaa
	GSHAM 2006-2X	B	Moody's	Upgrade	A2/ Watch positive	Aa3
		C	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	Baa1
		D	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Ba2
		E	Moody's	Upgrade	Caa2/ Watch positive	B1
		S1	Moody's	Upgrade	Baa3/ Watch positive	A3
02.09.2011	KINTYRE CLO 2007-1	A	Moody's	Upgrade	A1/ Watch positive	Aa1
CLO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	Ba1/ Watch positive	A3
	KNTYR 2007-1X	C	Moody's	Upgrade	B1/ Watch positive	Ba1
		D	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	Ba3
		E	Moody's	Upgrade	Ca/ Watch positive	Caa1
01.09.2011	GC FTPYME SABADELL FTA 6	A2	Moody's	Downgrade	Aaa/ Watch negative	Aa1
CLO	Spanien	B	Moody's	Downgrade	B1/ Watch negative	B2
	GCSAB 6					
01.09.2011	GROSVENOR PLACE CLO II-	A3A1	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aa1
CLO	Diverse					
	GROSV II-A					
01.09.2011	GROSVENOR PLACE CLO II-A	A1A	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aa1
CLO	Diverse	A1B	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aa1
	GROSV II-A	A2	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aa1
		A3B	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aa1
		A4	Moody's	Upgrade	Aa2/ Watch positive	Aa1
		B	Moody's	Upgrade	Baa2/ Watch positive	A2
		C	Moody's	Upgrade	Ba2/ Watch positive	Baa2
		D	Moody's	Upgrade	B3/ Watch positive	Ba2
		E	Moody's	Upgrade	Caa3/ Watch positive	B1

Quelle: Ratingagenturen

IMPRESSUM

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Thomas Ullrich, Frank Westhoff
Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft
Verantwortlich: Dr. Jan Holthusen, Leiter Fixed Income Research, Tel.: +49 (0)69 7447 6163, E-Mail: jan.holthusen@dzbank.de
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2011
Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

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

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

ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE

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

VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN

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

VERGÜTUNG DER ANALYSTEN

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

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

Die DZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FIXED INCOME RESEARCH: VERÄNDERTE ANLAGEURTEILE DER LETZTEN 12 MONATE

ABN AMRO BANK NV	05.05.2011	Outperformer	ING BANK NV	05.05.2011	Outperformer	TELIASONERA AB	19.04.2011	Underperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	18.04.2011	Underperformer	INTESA SANPAOLO SPA	05.05.2011	Underperformer	THYSSENKRUPP AG	01.12.2010	Outperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	01.04.2011	Outperformer	INTESA SANPAOLO SPA	24.01.2011	Outperformer	TUI AG	12.08.2011	Underperformer
ALLIED IRISH BANKS PLC	30.09.2010	Underperformer	INTESA SANPAOLO SPA	02.12.2010	Underperformer	TUI AG	16.12.2010	Marketperformer
ARCELOMITTAL	27.10.2010	Marketperformer	JPMORGAN CHASE & CO	05.05.2011	Outperformer	UNICREDIT SPA	05.05.2011	Underperformer
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	05.05.2011	Underperformer	JPMORGAN CHASE & CO	24.01.2011	Underperformer	UNICREDIT SPA	24.01.2011	Outperformer
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	24.01.2011	Outperformer	JPMORGAN CHASE & CO	04.01.2011	Marketperformer	UNICREDIT SPA	02.12.2010	Underperformer
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	02.12.2010	Underperformer	JPMORGAN CHASE & CO	19.10.2010	Underperformer	UNITED MEXICAN STATES	18.03.2011	Marketperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	05.05.2011	Underperformer	KBC GROEP NV	10.02.2011	Marketperformer	VEOLIA ENVIRONNEMENT	12.11.2010	Marketperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	24.01.2011	Outperformer	KINGDOM OF BELGIUM	24.01.2011	Outperformer	VOLKSWAGEN AG	27.10.2010	Marketperformer
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SA	02.12.2010	Underperformer	KINGDOM OF SPAIN	05.05.2011	Underperformer			
BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA	29.04.2011	Underperformer	KINGDOM OF SPAIN	24.01.2011	Outperformer			
BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA	08.04.2011	Outperformer	KINGDOM OF SPAIN	07.12.2010	Underperformer			
BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA	29.03.2011	Underperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	09.06.2011	Outperformer			
BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA	24.01.2011	Outperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	24.01.2011	Marketperformer			
BANCO COMERCIAL PORTUGUES SA	06.10.2010	Underperformer	KINGDOM OF THE NETHERLANDS	07.12.2010	Outperformer			
BANCO ESPIRITO SANTO SA	04.05.2011	Underperformer	KONINKLIJKE KPN NV	27.07.2011	Marketperformer			
BANCO ESPIRITO SANTO SA	08.04.2011	Outperformer	KONINKLIJKE KPN NV	26.04.2011	Underperformer			
BANCO ESPIRITO SANTO SA	29.03.2011	Underperformer	LANDESBANK BADEN-WUERTEMBERG	24.01.2011	Underperformer			
BANCO ESPIRITO SANTO SA	24.01.2011	Outperformer	LANXESS AG	18.03.2011	Outperformer			
BANCO ESPIRITO SANTO SA	06.10.2010	Underperformer	LLOYDS BANKING GROUP PLC	05.05.2011	Marketperformer			
BANCO POPULAR ESPANOL SA	05.05.2011	Underperformer	LLOYDS BANKING GROUP PLC	24.01.2011	Outperformer			
BANCO POPULAR ESPANOL SA	24.01.2011	Outperformer	LLOYDS BANKING GROUP PLC	02.12.2010	Marketperformer			
BANCO POPULAR ESPANOL SA	02.12.2010	Underperformer	MEDIOBANCA SPA	05.05.2011	Underperformer			
BANCO SANTANDER SA	28.04.2011	Underperformer	MEDIOBANCA SPA	24.01.2011	Outperformer			
BANCO SANTANDER SA	24.01.2011	Outperformer	MEDIOBANCA SPA	02.12.2010	Underperformer			
BANCO SANTANDER SA	02.12.2010	Underperformer	MORGAN STANLEY	21.10.2010	Marketperformer			
BANK OF AMERICA CORP	25.08.2011	Outperformer	NORDEA BANK AB	28.04.2011	Outperformer			
BANK OF AMERICA CORP	09.08.2011	Marketperformer	NORDEA BANK AB	24.01.2011	Underperformer			
BANK OF AMERICA CORP	24.01.2011	Outperformer	NORDEA BANK AB	02.12.2010	Outperformer			
BANK OF AMERICA CORP	04.01.2011	Marketperformer	OTP BANK PLC	02.12.2010	Underperformer			
BANK OF AMERICA CORP	19.10.2010	Underperformer	POHJOLA BANK PLC	04.05.2011	Outperformer			
BARCLAYS BANK PLC	24.01.2011	Underperformer	POHJOLA BANK PLC	24.01.2011	Underperformer			
BARCLAYS BANK PLC	02.12.2010	Outperformer	POHJOLA BANK PLC	02.12.2010	Outperformer			
BAYERISCHE LANDESBANK	05.05.2011	Marketperformer	PORSCHE AUTOMOBIL HOLDING SE	03.01.2011	Marketperformer			
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	04.11.2010	Marketperformer	PORSCHE AUTOMOBIL HOLDING SE	26.11.2010	Underperformer			
BNP PARIBAS	04.05.2011	Outperformer	PORSCHE AUTOMOBIL HOLDING SE	20.10.2010	Marketperformer			
BNP PARIBAS	02.12.2010	Marketperformer	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	30.03.2011	Underperformer			
CARREFOUR SA	20.06.2011	Underperformer	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	24.01.2011	Outperformer			
CARREFOUR SA	17.01.2011	Marketperformer	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	18.01.2011	Underperformer			
COMMERZBANK AG	03.05.2011	Underperformer	PORTUGAL TELECOM SGPS SA	03.11.2010	Marketperformer			
CONTINENTAL AG	03.03.2011	Outperformer	PORTUGUESE REPUBLIC	22.03.2011	Underperformer			
COOPERATIEVE CENTRALE RAIFFEISEN-BOERENLEENBANK BA/NETHERLANDS	05.05.2011	Outperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	09.06.2011	Outperformer			
COOPERATIEVE CENTRALE RAIFFEISEN-BOERENLEENBANK BA/NETHERLANDS	24.01.2011	Underperformer	REPUBLIC OF AUSTRIA	24.01.2011	Marketperformer			
COOPERATIEVE CENTRALE RAIFFEISEN-BOERENLEENBANK BA/NETHERLANDS	02.12.2010	Outperformer	REPUBLIC OF BULGARIA	10.06.2011	Underperformer			
CREDIT AGRICOLE SA	05.05.2011	Underperformer	REPUBLIC OF BULGARIA	14.12.2010	Marketperformer			
CZECH REPUBLIC	16.09.2011	Outperformer	REPUBLIC OF BULGARIA	05.05.2011	Outperformer			
CZECH REPUBLIC	10.06.2011	Marketperformer	REPUBLIC OF FINLAND	24.01.2011	Underperformer			
DAIMLER AG	27.07.2011	Marketperformer	REPUBLIC OF FINLAND	07.12.2010	Outperformer			
DAIMLER AG	14.04.2011	Outperformer	REPUBLIC OF HUNGARY	10.06.2011	Marketperformer			
DAIMLER AG	29.10.2010	Marketperformer	REPUBLIC OF HUNGARY	30.11.2010	Underperformer			
DANSKE BANK A/S	09.08.2011	Marketperformer	REPUBLIC OF IRELAND	01.04.2011	Underperformer			
DANSKE BANK A/S	05.05.2011	Outperformer	REPUBLIC OF IRELAND	24.01.2011	Outperformer			
DANSKE BANK A/S	24.01.2011	Underperformer	REPUBLIC OF IRELAND	01.10.2010	Underperformer			
DANSKE BANK A/S	02.12.2010	Outperformer	REPUBLIC OF ITALY	05.05.2011	Underperformer			
DEXIA GROUP	24.02.2011	Marketperformer	REPUBLIC OF ITALY	24.01.2011	Outperformer			
DNB NOR BANK ASA	05.05.2011	Outperformer	REPUBLIC OF ITALY	07.12.2010	Underperformer			
DNB NOR BANK ASA	24.01.2011	Underperformer	REPUBLIC OF LITHUANIA	10.06.2011	Outperformer			
DNB NOR BANK ASA	02.12.2010	Outperformer	REPUBLIC OF LITHUANIA	18.03.2011	Underperformer			
Deutsche Bahn AG	13.07.2011	Outperformer	REPUBLIC OF POLAND	16.09.2011	Marketperformer			
Deutsche Bahn AG	21.06.2011	Marketperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	16.09.2011	Underperformer			
E.ON AG	08.03.2011	Marketperformer	REPUBLIC OF SOUTH AFRICA	14.12.2010	Marketperformer			
E.ON AG	25.01.2011	Outperformer	REPUBLIC OF TURKEY	26.07.2011	Underperformer			
EDF SA	15.10.2010	Marketperformer	REPUBLIC OF TURKEY	14.12.2010	Outperformer			
ENEL SPA	05.05.2011	Underperformer	ROBERT BOSCH GMBH	18.04.2011	Underperformer			
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	05.05.2011	Marketperformer	ROBERT BOSCH GMBH	28.10.2010	Marketperformer			
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	24.01.2011	Underperformer	ROMANIA	18.03.2011	Outperformer			
FEDERAL REPUBLIC OF GERMANY	07.12.2010	Outperformer	ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC/THE	05.05.2011	Marketperformer			
FRAPORT AG	24.05.2011	Outperformer	ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC/THE	24.01.2011	Outperformer			
FRENCH REPUBLIC	05.04.2011	Outperformer	ROYAL BANK OF SCOTLAND PLC/THE	02.12.2010	Marketperformer			
FRESENIUS SE & CO KGAA	03.08.2011	Underperformer	RWE AG	20.04.2011	Marketperformer			
GDF SUEZ	08.03.2011	Marketperformer	RWE AG	01.03.2011	Underperformer			
GOLDMAN SACHS GROUP INC/THE	19.10.2010	Marketperformer	SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB	03.05.2011	Outperformer			
GOVERNOR & CO OF THE BANK OF IRELAND/THE	19.04.2011	Underperformer	SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB	24.01.2011	Underperformer			
GOVERNOR & CO OF THE BANK OF IRELAND/THE	01.04.2011	Outperformer	SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB	02.12.2010	Outperformer			
GOVERNOR & CO OF THE BANK OF IRELAND/THE	30.09.2010	Underperformer	SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN AB	18.10.2010	Underperformer			
HELLENIC REPUBLIC	01.04.2011	Underperformer	SNS BANK NV	05.05.2011	Outperformer			
HENKEL AG & CO KGAA	11.11.2010	Marketperformer	SOCIETE GENERALE	05.05.2011	Underperformer			
HSBC HOLDINGS PLC	05.05.2011	Outperformer	STADA ARZNEIMITTEL AG	23.09.2011	Marketperformer			
HSBC HOLDINGS PLC	24.01.2011	Underperformer	STADA ARZNEIMITTEL AG	18.08.2011	Outperformer			
HSBC HOLDINGS PLC	02.12.2010	Outperformer	STADA ARZNEIMITTEL AG	18.04.2011	Underperformer			
HSB NORDBANK AG	01.04.2011	Marketperformer	SVENSKA HANDELSBANKEN AB	27.04.2011	Outperformer			
IBERDROLA SA	05.05.2011	Underperformer	SVENSKA HANDELSBANKEN AB	24.01.2011	Underperformer			
IBERDROLA SA	24.01.2011	Outperformer	SVENSKA HANDELSBANKEN AB	02.12.2010	Outperformer			
IBERDROLA SA	07.12.2010	Marketperformer	TELECOM ITALIA SPA	10.08.2011	Underperformer			
			TELECOM ITALIA SPA	05.05.2011	Marketperformer			
			TELECOM ITALIA SPA	24.01.2011	Outperformer			
			TELECOM ITALIA SPA	05.11.2010	Marketperformer			
			TELEFONICA SA	05.05.2011	Marketperformer			
			TELEKOM AUSTRIA AG	10.11.2010	Underperformer			
			TELIASONERA AB	21.07.2011	Marketperformer			

VERANTWORTLICH

Dr. Jan Holthusen	Leiter Fixed Income Research	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 38 18	jan.holthusen@dzbank.de
-------------------	------------------------------	------------------------------	-------------------------

AUTOR(EN) UND ERSTELLER

Ralf Raebel ,EMBA / CIIA	Analyst ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 14 08	ralf.raebel@dzbank.de
Tina Stumpf	Analyst ABS & Structured Credits	+49 - (0)69 - 74 47 - 38 18	tina.stumpf@dzbank.de
Manuel Peter			manuel.peter@dzbank.de

ANSPRECHPARTNER

Capital Markets Deutschland / Österreich	Bereichsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
Sales Institutionelle Kunden	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Sales Institutionelle Deutschland	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 18 36	Thorsten Göttel
	Gruppenleiter Institutionelle Banken und Österreich	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
Sales Banken	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Gruppenleiter Nord/Ost	+ 49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Gruppenleiter Bayern	+ 49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Gruppenleiter Mitte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
Sales Firmenkunden	Gruppenleiter Zentral	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Großkunden	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 18 50	Hans-J. Gretscher
	Gruppenleiter Meta und Mittelstand Direktkunden Nord	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 43 54	Klaus Langer
Consulting / Advisory	Gruppenleiter Derivate	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiter Meta und Mittelstand Direktkunden Süd	+ 49 – (0)69 – 7447 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
Treasury	Gruppenleiter Liquidität Verbund	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 12 16	Marianne Höhler
Banken Retail Clients	Gruppenleiter Retailsales Nord	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 71 26	Jörg Hartmann
	Gruppenleiter Retailsales Süd	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 47 31	Ralph Posselt
	Gruppenleiter Sales Drittmarkt	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 36 7	Markus Reitmeier
	Gruppenleiter Handel Zinsprodukte	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 68 20	Samuel Siegmann
Capital Markets International Clients	Bereichsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 99 09 9	Frank Scheidig
Sales Europa	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 90 15 1	Marc Brugman
	Gruppenleiter Westeuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 28 39	Marco Kubatzki
	Gruppenleiter Südeuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 34 50	Paola Schmauss-Cortés
	Gruppenleiter Nordeuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Zentralbanken	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 99 39 9	Pavel Jansta
Sales Emerging Markets	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Mittlerer Osten / Nord-Afrika / Türkei	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 50 0	N.N.
	Gruppenleiter Zentral- und Osteuropa	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 42 41 0	Christoph Ott
Sales Asien	Abteilungsleiter	+ 65 – 65 80 – 16 28	Mahmood Jumabhoy
	Gruppenleiter Nordasien	+ 85 2 – 28 64 – 33 18	Chin Yee Aw
	Gruppenleiter Südasiens	+ 65 – 65 80 – 16 28	Anand Subramanian
Origination	Abteilungsleiter	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 49 97	Arnold Fohler
	Gruppenleiter Financials Deutschland	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 48 00	Jörg Müller
	Gruppenleiter Financials Ausland und Corporates	+ 49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai-Henning Poerschke