

ABS & STRUCTURED CREDITS

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Asset Backed Watcher

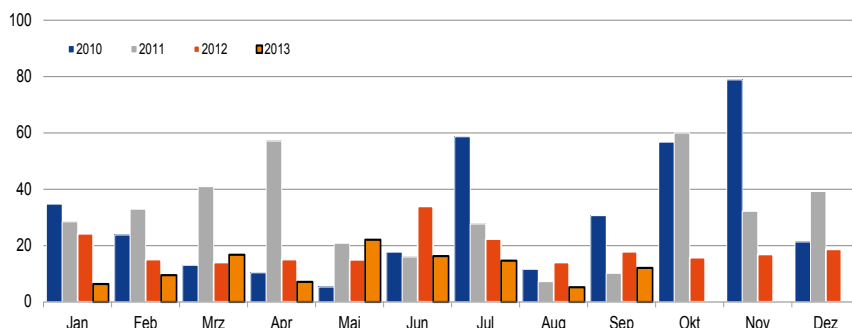
Top story: „Bericht vom TSI Kongress 2013“

- » Wir berichten vom siebten TSI Kongress, „Asset Based Finance – die Zukunft der Kapital- und Kreditmärkte“, welcher am 26. und 27. September in Berlin stattfand.

Primär- und Sekundärmarkt

- » In den letzten Wochen setzte sich der Neuemissionsregen fort. Insbesondere im Bereich der Auto-Transaktionen kamen mehrere neue Deals auf den Markt, z.B. „VCL 18“ (VW Leasing GmbH), „E-CARAT 2“ (GMAC UK) oder auch „KIMI 2013-1“ - eine finnische Transaktion der Santander Consumer Finance Oy.
- » Das Sekundärmarktgeschehen war und ist weiterhin von zahlreichen Bidlisten geprägt, auf denen Bonds diverser Assetklassen und verschiedene Tranchen gezeigt werden. Bevor es in Italien zur Vertrauensfrage für Letta kam, sahen wir Nachfrage nach italienischen Bonds, die attraktive Renditen offerierten, ebenso nach irischen RMBS, bei welchen Spekulationen über mögliche Rückkaufangebote und die langsame Hauspreiserholung in Irland die Kaufpreise unterstützten.

EMISSIONSVOLUMEN DES EUROPÄISCHEN STRUCTURED FINANCE MARKTES



Quelle: DZ BANK

ANLEIHEN

Ausgabe 10
14.10.2013

INHALT

BERICHT VOM TSI KONGRESS 2013	2
Etablierung der Europäischen Bankenunion	2
Status und Ausblick einzelner Regulierungsmaßnahmen	5
Entwicklung alternativer und hybrider Finanzinstrumente	9
Entwicklung einzelner ABS-Marktsegmente	12
Resümee und Ausblick	14
ITRAXX IM ÜBERBLICK	16
ABS MARKT IM SEPTEMBER(1)	17
ABS MARKT IM SEPTEMBER(2)	18
ABS MARKT IM SEPTEMBER (3)	19
NEUEMISSIONEN IM SEPTEMBER	20
ABS	21
RMBS & CMBS	23
CDO	25
AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN IM SEPTEMBER	26
IMPRESSUM	30

BERICHT VOM TSI KONGRESS 2013

Unter dem Motto „Asset Based Finance – die Zukunft der Kapital- und Kreditmärkte“ fand am 26. und 27. September in Berlin der diesjährige TSI Kongress statt. Im Gegensatz zum rückläufigen ABS-Marktvolumen konnte der 7. TSI Kongress mit weit über 600 Teilnehmern im Vergleich zum Vorjahr eine steigende Marktakzeptanz für sich verbuchen. Der Kongress stellt die zentrale Plattform für Fragen zu Regulierung, Marktanalyse und Entwicklungspotenzialen von Verbriefungen in Deutschland dar. Wie in den Vorjahren repräsentierten die Teilnehmer ein breites Spektrum aus Kreditwirtschaft bzw. Verbriefungsindustrie, Investoren und Realwirtschaft sowie aus Wissenschaft, Politik und Aufsicht, aber auch Beratern und Ratingagenturen, die den Kongress zum Informationsaustausch und zum Networking nutzten. Zwei Themen dominierten den TSI Kongress 2013: zum einen das Thema Bankenunion, zum anderen das Thema Regulierung. Nachfolgend berichten wir über einzelne regulatorische Themenkomplexe und ausgewählte Sachverhalte im Detail.

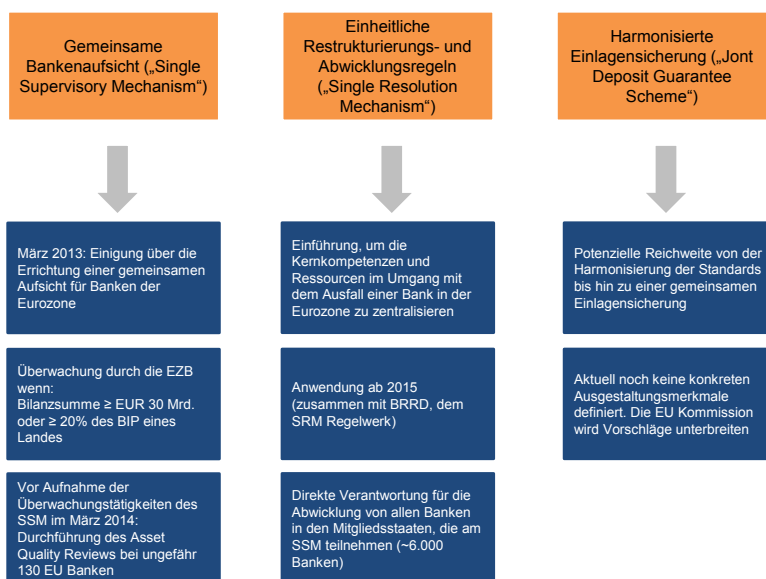
7. TSI Kongress in Berlin

Etablierung der Europäischen Bankenunion

Nach der Umsetzung von Basel III stellt die Bankenunion den nächsten großen Regulierungskomplex im europäischen Bankenumfeld dar. Die Bankenunion geht letztlich auf die Forderung des Präsidenten der Europäischen Kommission, José Manuel Barroso, nach einer zentrale Bankenaufsicht im Mai 2012 zurück und wurde auf dem im Juni 2012 folgenden Gipfeltreffen der europäischen Staats- und Regierungschefs vorangetrieben, um eine stabilere Währungsunion zu gewährleisten. Weitere Fortschritte brachte das Gipfeltreffen des Europäischen Rates im Oktober 2012, in dem weitere Details für eine Bankenunion in der Eurozone ausgearbeitet wurden. Das Thema Bankenunion untergliedert sich in die drei Säulen einheitliche Aufsicht, gemeinsame Restrukturierungsregelungen/Abwicklungsfonds und eine harmonisierte Einlagensicherung.

Bestandteile der Bankenunion

KERNELEMENTE DER EUROPÄISCHEN BANKENUNION



Quelle: DZ BANK

Durch die Bankenunion soll die Währungsunion mittels Maßnahmen zur weiteren Integration der nationalen Bankensektoren vervollständigt werden. Im Rahmen der Krisenbekämpfung will man mit ihr die Verflechtung europäischer Banken und Staaten durchbrechen und so die fatale Rückkopplung zwischen Staatsfinanzen und Bankenrettungen verhindern. Die Bankenunion wird zunächst zwingend für alle Euro-Länder etabliert, andere Mitgliedstaaten der Europäischen Union und des EWR können freiwillig beitreten („Opt-in“ Wahlrecht). Die Kosten der Bankenunion trägt im Übrigen die Finanzindustrie selbst. Eine einheitliche Bankenaufsicht ist gemäß den Beschlüssen der Staats- und Regierungschefs vom Juni 2012 Voraussetzung dafür, dass der Europäische Stabilitätsmechanismus („European Stability Mechanism“, ESM), der bislang zur Rekapitalisierung von Banken nur durch Bereitstellung von Krediten an die jeweilige Regierung beiträgt, auf Basis einer entsprechenden Entscheidung Banken auch direkt rekapitalisieren kann. Die Instrumente des ESM wurden im Juni 2013 dahingehend erweitert, zukünftig auch eine direkte Bankenrekapitalisierung durch den ESM zu ermöglichen. Im Gegensatz zur bis dato erlaubten indirekten Bankenrekapitalisierung mit nationaler staatlicher Haftung soll der ESM in Zukunft selbst notleidenden Banken direkt Eigenkapital im Volumen von bis zu 60 Mrd. Euro (12% der ESM-Kapazität) zur Verfügung stellen. Die Mittel werden bereit gestellt sobald die einheitliche europäische Bankenaufsicht unter der Führung der EZB ihre Arbeit aufgenommen hat (vgl. nächsten Abschnitt).

Neuregelung der Europäischen Bankenaufsicht

Mitte Dezember 2012 hatten sich die EU-Finanzminister auf eine gemeinsame Position bezüglich der Vorschläge einer einheitlichen Bankenaufsicht in der EU, als eines der Kernelemente der zukünftigen Bankenunion, geeinigt. Anstelle einer ursprünglich angedachten einzigen Zentraleinrichtung für ganz Europa tritt nun ein gemeinschaftlicher Aufsichtsmechanismus („Single Supervisory Mechanism“, SSM), der sich aus der EZB und den jeweiligen nationalen Bankaufsichtsbehörden zusammensetzt. Die EZB übernimmt dabei die direkte Aufsicht über die „signifikanten“ Banken der Eurozone, während die übrigen Institute weiterhin von den nationalen Aufsichtsbehörden überwacht werden.

Als „signifikant“ wird eine Bank erachtet, deren Bilanzsumme 30 Mrd. Euro übersteigt oder aber mindestens 20% der Wirtschaftsleistung eines Landes ausmacht oder die zu den Top 3 Banken des Mitgliedstaats zählt. Demnach wurden nunmehr rund 130 Banken klassifiziert, die der direkten Aufsicht durch die EZB unterliegen sollen. Konkret wird die EZB unter anderem für die Erteilung und den Entzug von Banklizenzen und die Überwachung der Einhaltung von Mindesteigenkapital-, Leverage- und Liquiditätsvorgaben zuständig sein. Zudem soll für die Beaufsichtigung aller Banken der EU ein einheitlicher Rechtsrahmen („single rulebook“) geschaffen werden.

Die Voraussetzung für das Inkrafttreten des SSM, mithin den Übergang der Aufsichtskompetenz, ist die vorherige Durchführung einer umfassenden Bilanzprüfung der Banken („Asset Quality Review“, AQR). Bevor die EZB die Finanzaufsicht übernimmt sollen hierbei „Altlasten“ aufgedeckt werden, da diese historisch unter der jeweils nationalen Aufsicht entstanden und damit (noch) nationale Angelegenheit des jeweiligen Sitzstaates sind bzw. sein sollen. Dies impliziert auch, dass der ESM nicht zur Abdeckung dieser Altlasten herangezogen werden soll. Gerade hier scheint unseres Erachtens unter den Mitgliedsstaaten noch kein politischer Konsens zu herr-

Hintergrund der Bankenunion

„Single Supervisory Mechanism“ (SSM)

Direkte Aufsicht durch die EZB für signifikante Banken

SSM-Fahrplan

schen. Bevor diesbezüglich aber keine Klarheit besteht, soll der AQR nicht vollzogen werden. Die EZB übernimmt ihre Aufgaben erst 12 Monate nach Inkrafttreten der SSM-Verordnung, nach derzeitigem Stand voraussichtlich ab dem 01. November 2014. Aus politischen Gründen könnte sich dieser Termin aber noch verschieben. Für weitergehende Ausführungen verweisen wir auf den Flash „EZB übernimmt Bankenaufsicht“ unserer Financial-Research-Kollegen vom 13.12.2012.

Einheitliche Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten

Die EU-weit einheitliche Sanierung oder Abwicklung von Finanzinstituten auf Basis eines gemeinschaftlichen Rahmenwerks wird auch unter dem Schlagwort „Single Resolution Mechanism“ (SRM) diskutiert. Grundlage hierfür bildet der entsprechende Entwurf der EU-Kommission vom Juni 2012: „Proposal for a Directive establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms“. Der Rat für Wirtschaft und Finanzen (EcoFin) erzielte hierzu Ende Juni dieses Jahres eine Einigung und Konkretisierung der Ausgestaltung, womit die „Bank Recovery and Resolution Directive“ (BRRD) auf den Weg gebracht werden konnte. Deren erste Lesung im Europäischen Parlament soll nun noch bis Ende dieses Jahres erfolgen. Wann die konkrete Umsetzung und das Inkrafttreten erfolgt, ist derzeit noch unklar, dürfte aber wohl nicht vor 2015 liegen. Nachfolgend skizzieren wir wesentliche Inhalte der BRRD, die für Verbriefungen den nach unserem Ermessen wesentlichsten Teil der Bankenunion ausmacht.

Zur Vorbereitung und Prävention haben die Finanzinstitute eigene Sanierungspläne zu erstellen und jährlich zu überarbeiten. Die zuständigen Abwicklungsbehörden haben ihrerseits für jedes Institut im Voraus für den Bedarfsfall spezifische Abwicklungspläne zu erarbeiten.

Als Abwicklungsinstrumente sieht die Richtlinie die Unternehmensveräußerung (ganz oder in Teilen), die Übertragung von (guten) Vermögenswerten auf ein (öffentliches) Brückeninstitut, die Ausgliederung von (schlechten) Vermögenswerten auf eine (öffentliche) Bad Bank sowie den „Bail in“ vor. Vom Bail in ausgenommen sind u.a. Einlagen von Privatkunden und KMU unter 100.000 Euro, Forderungen von Mitarbeitern, Zahlungsverkehrsverbindlichkeiten mit einer Fristigkeit von weniger als 7 Tagen sowie besicherte Verbindlichkeiten (bspw. Covered Bonds). Verkaufte Kreditforderungen aus Collateral-Pools sind aufgrund der Insolvenzferne von Verbriefungen als treuhänderisches Vermögen hiervon ebenfalls ausgenommen.

Die Richtlinie sieht weiter vor, dass jeder Mitgliedsstaat eine Abwicklungsbehörde sowie einen nationalen Abwicklungsfonds errichten soll, der binnen 10 Jahren mindestens eine Größenordnung von 0,8% der gedeckten Depositen des nationalen Bankensektors erreicht. Der nationale Abwicklungsfonds kann eigenständig geführt werden oder auch mit der jeweiligen nationalen Einlagensicherungseinrichtung zusammen betrieben werden. Im letzteren Fall muss jedoch das Volumen auf insgesamt mindestens 1,3% der besicherten Einlagen angehoben werden, da es mit dem Mindestniveau des „Deposit Guarantee Schemes“ (DGS) von 0,5% zusammenzurechnen muss. Der Abwicklungsfonds gewährt temporäre Hilfe in Form von Darlehen, Garantien, Assetkäufen oder Kapitalhilfen für Brückenbanken. Grundlegende Voraussetzung für die Inanspruchnahme des Abwicklungsfonds ist eine vorhergehende Verlustpartizipation von Aktionären und Kreditoren des Instituts in Höhe

„Single Resolution Mechanism“ (SRM)

Erstellungspflicht für Sanierungspläne und Abwicklungspläne

Abwicklungsinstrumente

Errichtung nationaler Abwicklungsfonds

von mindestens 8% der Passivseite bzw. Bilanzsumme. Der Sanierungsbeitrag des Abwicklungsfonds ist im Einzelfall zunächst auf 5% der Gesamtverbindlichkeiten begrenzt.

Um zu gewährleisten, dass die Institute fortwährend über eine ausreichende Verlustabsorptionsfähigkeit verfügen, haben die nationalen Abwicklungsbehörden ferner Mindestanforderungen an Eigenmittel und verlusttragende Verbindlichkeiten zu definieren („minimum requirements for own funds and eligible liabilities“, MREL). Die EBA soll hierzu einen Entwurf für einen Standard entwickeln, dem sich die Kommission in 2016 widmen wird.

Harmonisierung der Einlagensicherung

Auch die europaweite Vereinheitlichung der Einlagensicherung soll – als dritte Säule der Bankenunion – einen Beitrag zur Stabilisierung des europäischen Bankensektors leisten. Daher sollen alle nationalen Systeme der Einlagensicherung von Banken nach einheitlichen Standards harmonisiert, ggf. sogar in einer gemeinsamen europäischen Einlagensicherung zusammengeschlossen werden. Für weitere Details verweisen wir hierzu auf das Special „Einlagensicherung als Teil der Europäischen Bankenunion?“ unserer Kollegen aus der Volkswirtschaft vom 11.07.2012.

Durch die Etablierung der Bankenunion soll die Stabilität des europäischen Bankensektors insgesamt erhöht werden. Andererseits ist aber die Abwicklung von Banken bei fehlender Sanierungswürdigkeit auch explizit gewünscht und die notwendigen Voraussetzungen hierzu werden mit dem SRM geschaffen, um den Steuerzahler künftig von der Bürde einer zwingenden Rettung von Instituten in Schieflage zu befreien („Bail Out“). Die entscheidende Frage aus Verbriefungssicht lautet: sind künftig mehr oder weniger Ausfälle von Banken zu erwarten? Bei einem zu erwartenden Anstieg der Bankenausfallrate würde die Bedeutung der Bonität einer Originatorbank zunehmen, da diese üblicherweise auch als Servicer, Swap-Gegenpartei, etc. in den hauseigenen Strukturen eingebunden ist. Wir erwarten unter dem neuen Bankenregulierungsregime SRM in der Zukunft verstärkt eine Abwicklung vor allem kleinerer und mittelgroßer Bankinstitute. ABS-Investoren sind daher gut beraten, sich die Transaktionsdokumente künftig genauer im Hinblick auf einen potenziell während der Transaktionslaufzeit erforderlich werdenden Austausch der Originatorbank in all ihren Funktionen innerhalb der Struktur anzusehen.

Status und Ausblick einzelner Regulierungsmaßnahmen

Das neue Verbriefungsrahmenwerk und weitere „Revisions to the Basel Securitisation Framework“

Das neue Verbriefungsrahmenwerk, welches künftig die regulatorische Behandlung von Verbriefungspositionen für europäische Banken regelt, wird ab 01. Januar 2014 determiniert über die EU Verordnung Nr. 575/2013 („Capital Requirements Regulation“, CRR) sowie die technischen Standards der EBA und der ESMA. Eine nationale Umsetzung der CRR ins KWG und die SolvV ist aufgrund ihres Status als EU Verordnung nicht erforderlich und diesbezügliche nationale Bestimmungen verlieren künftig ihre Gültigkeit. So variiert schon die Definition einer Verbriefung in der CRR gemäß Artikel 4 Nr. 61 zur Definition in § 1b Abs. 1 KWG. Wesentlichster Unterschied ist der Wegfall des „Non-Cross-Default-Kriteriums“ bei Leistungsstörung.

Vorhalten von MREL

Gemeinsame Einlagensicherung als dritte Säule

ABS-Implicationen der Bankenunion

EU Verordnung Nr. 575/2013 als neues Rahmenwerk

Dieses war jedoch bislang entscheidendes Kriterium zur Abgrenzung einer Verbriefung von einer Spezialfinanzierung, weshalb es hier in der Praxis noch Klärungsbedarf gibt.

Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS, „Basel Committee on Banking Supervision“) hatte im Dezember 2012 ein Diskussionspapier („Consultative Document No. 236/2012“) zu einer über Basel III hinausgehenden Neuregelung des Verbriefungsrahmenwerks vorgelegt („Basel III.5“). Hintergrund ist der Versuch des BCBS, die in der Finanzmarktkrise aufgezeigten Mängel des Verbriefungsrahmenwerks, welche mit den Regelungen der CRD II und III nur teilweise und „ad hoc“ behoben wurden, durch eine grundlegende Reform zu beheben. Ziele waren dabei unter anderem die Abhängigkeit von externen Ratings sowie Klippeneffekte zu reduzieren sowie eine Verbesserung der Risikosensitivität. Vorgeschlagen wurden u.a. neue Ansätze zur Risikogewichtermittlung sowie ein Mindestrisikogewicht von 20% (bis dato 7%). Die Ergebnisse der diesbezüglich durchgeführten Feldstudie („Quantitative Impact Study“, QIS) fielen europaweit derart ernüchternd aus, dass die Vorschläge zur Revision des Basler Verbriefungsrahmenwerks nun nochmals grundlegend überarbeitet werden sollen. Der hierauf veranschlagte Zeitbedarf bis zu einer finalen Lösung wurde von der einen Hälfte des Panels auf bis zu einem Jahr/Ende 2014 geschätzt, während die andere Hälfte eher von zwei bis drei Jahren ausgeht. Hier wäre unseres Erachtens die kürzere Variante wegen eines ansonsten zu befürchtenden Einbruchs des Investoreninteresses insbesondere für lang laufende ABS deutlich zu bevorzugen.

Weitergehende Änderungsvorschläge aus Basel – Basel III.5

Umsetzung der CRD IV und Implikationen der LCR

Die „Liquidity Coverage Ratio“ (LCR) ist ein Bestandteil des Basel III Rahmenwerks. Mit ihr soll sichergestellt werden, dass eine Bank über einen angemessenen Bestand an lastenfreien, erstklassigen, liquiden Aktiva verfügt. Das BCBS überarbeitete ihr Rahmenwerk im Januar 2013 und erweiterte unter anderem die Liste an geeigneten Vermögenswerten. Es erfolgte eine Unterteilung in „Level 1, Level 2a und Level 2b Assets“. Von Verbriefungen fallen hierbei nur RMBS, die gewisse Kriterien erfüllen, unter die „Level 2b Assets“ und sollen einem Haircut von 25% unterliegen.

LCR in Basel III

Die Umsetzung von Basel III in europäisches Recht erfolgt durch das CRD IV-Paket, welches, aus der Verordnung CRR (siehe oben) und der Richtlinie CRD IV bestehend, am 17.07.2013 verabschiedet wurde. In der CRR-Verordnung (Artikel 416 mit Verweis auf Artikel 460 und 509) werden jedoch nur sehr allgemein und abstrakt die liquiden Aktiva beschrieben („Aktiva von äußerst hoher Liquidität“ und „Aktiva von hoher Liquidität“) und nicht wie in der Veröffentlichung des BCBS vom Januar 2013 spezifische Assetklassen sowie Bedingungen angeführt. Die EU-Kommission bleibt sehr vage. In den "frequently asked questions" (FAQ) werden jedoch einige Punkte spezifiziert. Auf die Frage nach der Implementierung der am 07. Januar 2013 vom BCBS veröffentlichten Vereinbarung bezüglich der erweiterten Definition der liquiden Assets, verwies die EU-Kommission auf einen Beobachtungszeitraum, in welchem die neuen Liquiditätskriterien überprüft und erst anschließend definiert werden sollen. Aufgrund dessen beinhaltet die Verordnung zunächst keine festgelegte Liste von liquiden Assets. Es liegt an der EBA bis zum 31.12.2013 eine geeignete einheitliche Definition der liquiden Assets zu erarbeiten (beschlossen wird diese dann durch die EU-Kommission). Des Weiteren soll die EBA in ihrem Bericht unter anderem auch RMBS miteinbeziehen.

Die Umsetzung von Basel III in europäisches Recht

Inwiefern in dem RTS („Regulatory Technical Standard“) der EBA (weitere) ABS in die LCR mitaufgenommen werden bleibt vorerst weiterhin unklar. Generell dient wohl die Klassifizierung der liquiden Assets in der Veröffentlichung des BCBS vom Januar 2013 als Ausgangspunkt. Dementsprechend werden zumindest RMBS unter bestimmten Bedingungen in die liquiden Assets einbezogen werden. Aufgrund der großen realwirtschaftlichen Bedeutung der europäischen Automobilindustrie und der Wichtigkeit von Auto ABS für deren Refinanzierung sowie der einwandfreien Performance dieser Assetklasse, gehen wir davon aus, dass die diesbezüglichen Einwände der Automobilindustrie sowohl bei der Politik als auch bei den Regulatoren Gehör finden. Dementsprechend erachten wir die Aufnahme zumindest auch von Auto ABS in die LCR als wahrscheinlich.

ABS in der LCR

Aktueller Stand und Inkrafttreten von Solvency II

Leider fiel das betreffende Panel „Behandlung von ABS und anderen Kreditrisiken in der Solvency II“ krankheitsbedingt aus, weshalb wir hier nachrichtlich den nach unseren Erkenntnissen letzten Stand des Ingangsetzungsverfahrens von Solvency II wiedergeben. Ursprünglich war geplant, dass Solvency II zum 1. Januar 2014 in vollem Umfang anzuwenden ist. Aber durch eine Untersuchung hinsichtlich der langfristigen Garantiezusagen von Versicherungen („Long-Term Guarantees Assessment“, LTGA) wurde das europäische Gesetzgebungsverfahren („Omnibus-II-Verfahren“) bis zum Vorliegen der Ergebnisse unterbrochen. Diese Ergebnisse liegen nunmehr seit dem 14. Juni vor, womit die Trilog-Verhandlungen zwischen EU Kommission, Rat und Europäischem Parlament wieder aufgenommen werden. Die nächsten Sitzungen sind für den 24.10.2013 und 13.11.2013 geplant. Es wird erwartet, dass man sich hierbei auf ein Inkrafttreten ab dem 01. Januar 2016 verständigt. Damit könnte die betreffende Omnibus II-Richtlinie noch vor der Neuwahl des Europäischen Parlaments (im Mai 2014) wie geplant in der Plenarsitzung am 3. Februar 2014 verabschiedet und im EU-Amtsblatt im April/Mai 2014 veröffentlicht werden. Das deutsche Gesetzgebungsverfahren zur Umsetzung der Richtlinie, sprich die Änderung des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG), würde dann starten. Während der Übergangsfrist gelten in 2014 und 2015 die von der EIOPA (europäische Versicherungsaufsichtsbehörde) verlautbarten „Preparatory Guidelines“.

Einführung von Solvency II voraussichtlich auf 2016 verschoben

Erstmalige Konsolidierung von Zweckgesellschaften unter IFRS 10

Bislang basierte die handelsrechtliche Konsolidierung von Tochterunternehmen im IFRS-Konzernabschluss auf IAS 27 „Consolidated and separate Financial Statements“ und für Zweckgesellschaften speziell auf SIC 12 „Consolidation – Special Purpose Entities“. Der IAS 27 qualifizierte mögliche Tochterunternehmen anhand des „Control-Konzepts“, wonach diese im Positivfall vollständig zu konsolidieren waren. Die Konsolidierung von Zweckgesellschaften („Special Purpose Entity“, SPE) gemäß SIC 12 erfolgte dann, wenn das SPE bei wirtschaftlicher Betrachtung vom übergeordneten Unternehmen beherrscht wurde.

Altregelung des IAS 27 und SIC 12

Während aber das HGB nach Einführung des BilMoG beispielsweise beim Organbestimmungsrecht für Tochterunternehmen nur auf eine „mögliche“ Beherrschung abstellt, erforderte IAS 27.13 dagegen bislang eine tatsächliche Mehrheit der Stimmrechte von mehr als 50 Prozent. Die Konsolidierung von SPE hat gemäß § 290 (2) Nr. 4 HGB stets zu erfolgen, wenn bei wirtschaftlicher Betrachtung die Mehrheit der Chancen und Risiken der Zweckgesellschaft dem Mutterunternehmen zusteht.

Abgrenzung zur Konsolidierung nach HGB

Mit dem neuen IFRS 10 „Konzernabschlüsse“ erfolgt hier nun in IFRS eine Angleichung und Vereinheitlichung im Sinne eines einzigen Standards zur Konsolidierung von Tochterunternehmen und SPE anhand eines neuen „Control-Begriffs“. Die Kontrolle eines Unternehmens durch die Berichtseinheit ergibt sich nunmehr aus der „möglichen“ Verfügungsgewalt über die relevanten Tätigkeiten der Gesellschaft („Power“), dem Anspruch auf variable Erfolgsbeteiligung („Return“) sowie der Verknüpfung beider Elemente dahingehend, die Entscheidungsmacht zur Beeinflussung der eigenen variablen Rückflüsse nutzen zu können („Link“).

Neuer „Control-Begriff“ gemäß IFRS 10

Der IFRS 10 wurde im Mai 2011 herausgegeben und ist erstmals auf Geschäftsjahre verpflichtend anzuwenden, die am oder nach dem 1. Januar 2014 beginnen. Er kann aber freiwillig auch schon für die Berichtsperiode 2013 angewendet werden. Der IAS 27 bleibt für Einzelabschlüsse in der 2011 modifizierten Form als „IAS 27 Separate Abschlüsse“ weiterhin erhalten.

Erstmalige Anwendung des IFRS 10

Die verbriefungstechnische Auswirkung des IFRS 10 im Hinblick auf die etwaige Konsolidierungspflicht von SPE im Vergleich zur alten Regelung kann teilweise in einem Wegfall von SPE aus dem Konsolidierungskreis, teilweise aber auch in einer neu entstehenden Konsolidierungspflicht münden. Da die Masse der Erstanwender erst für die kommende Berichtsperiode erwartet wird, lassen sich hierzu noch keine Praxiserfahrungen berichten. Die im Panel vertretenen Experten gehen jedoch nicht von massiven Veränderungen bei der Konsolidierung von SPE aus. Der aufsichtsrechtliche Konsolidierungskreis bei Banken im Hinblick auf §10a KWG bleibt von der Anwendung des IFRS 10 unberührt und weicht vom handelsrechtlichen sowohl nach HGB als auch nach IFRS weiterhin ab. Entscheidend für die aufsichtsrechtliche Konsolidierung von SPE ist, ob die Zweckgesellschaft dem Kreis der „nachgeordneten Unternehmen“ im Sinne von § 10a KWG (1) Satz 2 zuzuordnen ist oder nicht.

ABS-Implicationen des IFRS 10

Start des European DataWarehouse und Änderungen für ABS als EZB-Collateral

Als Konsequenz aus der Finanzkrise und dem Wunsch nach mehr Transparenz und standardisierten Informationen bei Verbriefungstransaktionen entwickelte die EZB die „Loan Level Initiative“, die die Datenbeschaffung für Investoren, Ratingagenturen und weitere interessierte Parteien vereinfachen sollte. In diesem Zusammenhang wurde auch über eine zentrale Einheit nachgedacht, die die Einzelkreditdaten von Verbriefungstransaktionen sammelt, validiert und den interessierten Parteien in einem standardisierten Prozess zur Verfügung stellt. In 2012 wurde hierfür schließlich die European DataWarehouse GmbH in Frankfurt gegründet, die ihre Tätigkeit offiziell am 3. Januar 2013 aufnahm. Markus Schaber, Geschäftsführer der European DataWarehouse GmbH berichtete über den Implementierungsprozess und den aktuellen Stand der EZB Loan Level Daten. Am 3. Januar 2013 startete das Loan-by-Loan Datenerfordernis für RMBS- und SME-Transaktionen. Im März folgten anschließend die Anforderungen für CMBS. Geplant ist, dass im Januar 2014 die Anforderungen auf Auto-, Consumer- und Leasing ABS und im April 2014 auch auf Credit Card ABS ausgeweitet werden. Im ersten Halbjahr 2013 wurden rund 595 Transaktionen im DataWarehouse erfasst (dies entspricht rund 95% der EZB-fähigen ABS).

European DataWarehouse seit Januar in Betrieb

Darüber hinaus hat die EZB am 18. Juli 2013 Änderungen bei den Anforderungen EZB-fähiger Sicherheiten bekanntgegeben. Insbesondere ABS waren hiervon be-

Änderung der Anforderungen EZB-fähiger Sicherheiten

troffen. Diese Änderungen beinhalteten unter anderem die Senkung der Bewertungsabschläge (Haircuts) von AAA bis A- gerateten ABS-Anleihen von 16% auf 10% sowie von 26% auf 22% für ABS-Anleihen mit einem Rating von BBB bis BBB-. Des Weiteren wurde auch die Mindestrating-Anforderung für RMBS, SME, CMBS, Auto ABS, Consumer und Leasing ABS (Assetklassen, die nach dem regulären und temporären Sicherheitenrahmen der EZB zugelassen sind) von AAA auf A- angepasst.

Am 9. September 2013 gab die EZB zudem bekannt, dass die Eignungskriterien für RMBS- und SME-Transaktionen angepasst werden. Ab dem 16. Oktober 2013 werden auf temporärer Basis „nicht konforme“ RMBS- und SME-Transaktionen als EZB-fähige Sicherheiten akzeptiert. Dies wird auf Einzelfallebene und gegen Bereitstellung einer angemessenen Erklärung der Gründe, warum die vorgeschriebenen Anforderungen nicht erfüllt werden konnten, geschehen. Es wird ein maximales Toleranzlevel und ein maximaler Toleranzzeitraum festgelegt, in welchem die Datenqualität verbessert werden muss.

Besonderheiten bei RMBS- und SME-Transaktionen

Entwicklung alternativer und hybrider Finanzinstrumente

Kreditfonds für Alternative Kreditinvestments

Das Thema Kreditfonds wurde auf einem eigenständigen Panel, aber auch in anderen Foren als Kooperationsinstrument zwischen Banken und Versicherungen sowie zur Finanzierung der Realwirtschaft, diskutiert. Kreditfonds erfreuen sich aktuell einer erhöhten Aufmerksamkeit von verschiedenen Seiten. Hintergrund hierfür ist, dass die anstehende Einführung und Umsetzung von Basel III schon im Vorfeld im europäischen Bankensektor einen enormen Deleveragingprozess ausgelöst hat, wodurch es zu Engpässen bei der Finanzierung gewerblicher Immobilien, in der Schiffs- und Flugzeugfinanzierung sowie vor allem in den Peripherieländern bei der Finanzierung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU) kam. Umgekehrt suchen langfristig orientierte Investoren, wie Versicherungen und Versorgungswerke (VAG-Anleger), im aktuell niedrigen Zinsumfeld nach „Alternativen Credit Investments“, die einerseits eine höhere Diversifikation – vor allem im Sinne einer Reduktion der Abhängigkeit von Staatsanleihen – ermöglichen, andererseits aber auch zusätzliche (höhere) Ertragspotenziale eröffnen.

Kreditfonds als übergreifendes Trendthema

Vor dem Hintergrund eines eingebrochenen und immer noch nur eingeschränkt funktionsfähigen Verbriefungsmarktes in Europa sowie der verschärften regulatorischen Behandlung von ABS stellen Kreditfonds in diesem Problemkomplex eine potenzielle „Win-win-Lösung“ sowohl für die Banken als auch für die Versicherungen (und die hierdurch finanzierten Kreditnehmer) dar. Dabei können die Banken ihr langfristiges Aktivgeschäft in bestimmten Geschäftsfeldern durch (Teil-)Verkauf der Kreditforderungen im gewünschten Ausmaß selektiv reduzieren, während die auf ihrer Passivseite langfristig gebundenen VAG-Anleger so Zugang zu langfristigen Kreditaktiva erhalten. So berichteten Vertreter von Deka und NORD/LB über ihre positiven Erfahrungen bei der Auflage hauseigener Kreditfonds. In diesem Zusammenhang verweisen wir auch auf unseren Asset Backed Watcher „ABS im Vierkampf“ vom 20. August dieses Jahres, in dem wir Verbriefungen mit verschiedenen Kreditfondsvarianten vergleichen.

Kreditfonds als „Win-win-Lösung“

Banken und Versicherungen werden nach Einschätzung der Panel-Teilnehmer in Zukunft via Kreditfonds verstärkt zusammenarbeiten. Die Zahl der Kreditfonds wird aber auch durch das Angebot von größeren Asset-Managern, ehemaligen Emissionshäusern geschlossener Fonds sowie spezialisierten, bankenunabhängigen Investmentberatern weiter steigen. Deutschland hat zudem im Vergleich zu anderen Ländern, wie beispielsweise Großbritannien, hierbei auch noch deutlichen Nachholbedarf. Somit werden sich nach unserer Einschätzung Kreditfonds nachhaltig am Markt etablieren. Das in toto durch diese künftig verwaltete Anlagevolumen wird aber unseres Erachtens bei Weitem nicht an das ausgereichte Kreditvolumen von Banken in den oben genannten Geschäftsfeldern herankommen. Die durch die verschärfte Bankenregulierung entstandenen Probleme bei der Finanzierung der Realwirtschaft können also durch Kreditfonds alleine nicht behoben werden. Eine Revitalisierung der Verbriefungsmärkte bleibt damit weiterhin erforderlich.

Entwicklung des Structured Covered Bond-Segments

Während das Thema „Structured Covered Bond“ (SCB) im letzten Jahr noch als hypothetisches Konstrukt diskutiert wurde, lag beim aktuellen Kongress mit dem „KMU Structured Covered Bond“ der Commerzbank inzwischen eine Debütemission vor. Selbstredend wurden auf dem betreffenden Panel die Struktur der Transaktion, das Rating sowie die regulatorische Einordnung heftig diskutiert. Diesbezüglich verweisen wir auf unseren Asset Backed Watcher vom 28. Februar dieses Jahres („Happy birthday – Der erste deutsche SME SCB erblickt das Licht der Finanzwelt“).

Über diese Einzeltransaktion hinaus interessant ist die Frage nach der weiteren Entwicklung des SCB-Segments. Hier wurden von den Teilnehmern zahlreiche Hindernisse und Hürden für die weitere Entwicklung aufgeführt. So ist die Zahl potenzieller (deutscher) Bankemittenten angesichts der erforderlichen kritischen Masse im Mittelstandsgeschäft a priori recht überschaubar. Aufgrund des anhaltenden Abbaus von Bilanzaktiva, der einen geringen Funding-Bedarf zur Folge hat, sowie einer meist günstigen Liquiditätsposition und günstiger alternativer Finanzierungsquellen ist die notwendige Bereitschaft der Banken zu weiteren SCB-Emissionen gering. Ferner wurden die Komplexität der Struktur, der hohe Aufwand sowie Ressentiments auf Seiten der Investoren als hinderlich erachtet. Weitere Emissionen sind nach unserer Einschätzung aber essentiell, um SCBs als Assetklasse zu etablieren und Investoren dauerhaft dafür zu interessieren. Hier bleibt nur die Hoffnung auf potenzielle SCB-Emissionen aus dem europäischen Ausland.

Entwicklung von EU Project Bonds

Auch der EU Project Bond war ein Thema auf dem diesjährigen TSI Kongress. Der erste EU Project Bond mit Unterstützung der EIB wurde Mitte 2013 erfolgreich in Spanien emittiert (vergleiche hierzu unseren Asset Backed Watcher Nr. 199 – „ABS im Vierkampf“ vom 10. August). Aktuell befinden sich weitere 7 Projekte in der Pipeline, womit sich ein geschätztes Gesamtanleihevolumen für EU Project Bonds von bis zu 9,1 Mrd. Euro mit einem potenziellen Credit Enhancement durch die Project Bond Initiative (PBI) in Höhe von über 1,8 Mrd. Euro ergibt. Die Project Bond Initiative wurde von der EU-Kommission und der EIB etabliert um den erhöhten Bedarf an Infrastrukturfinanzierung in der EU von schätzungsweise 1,5 Bio. bis 2,0 Bio. Euro bis 2020 über die Inanspruchnahme von privatem Fremdkapital zu decken bzw. die Finanzierung von Infrastrukturprojekten (Transport-, Energie- und Kommunikationswesen) über den Kapitalmarkt zu erleichtern. Hierzu stellt die EIB ein nachrangiges

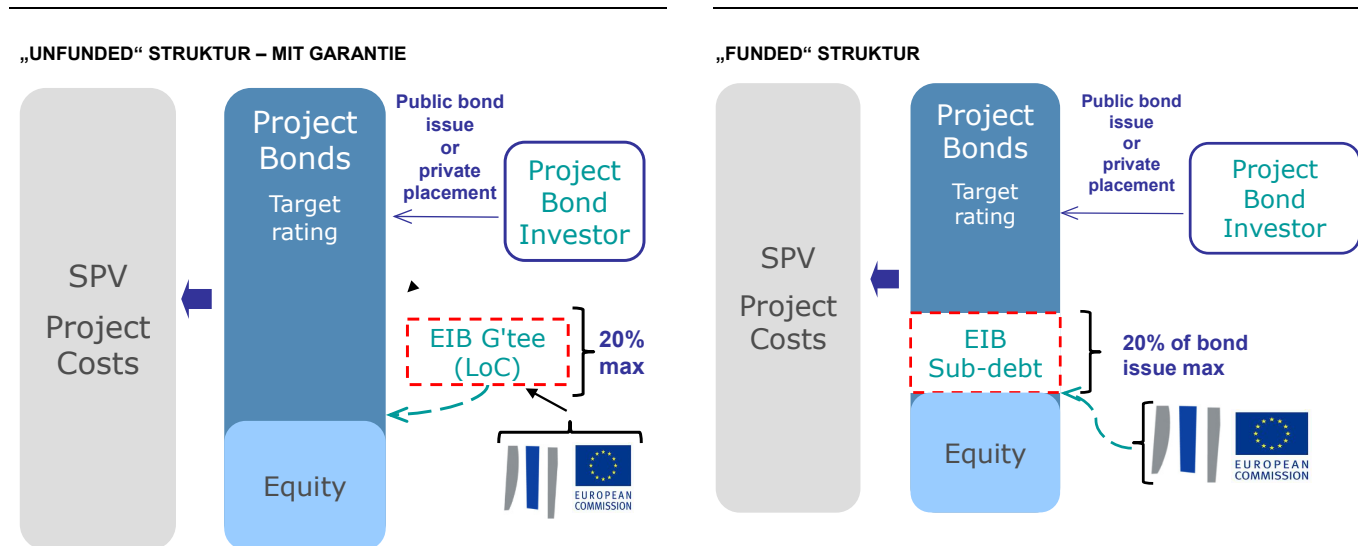
Ausblick und Implikationen für den Verbriefungsmarkt

Deutsche SCB-Premiere im Februar

Ausblick für SCB-Segment eher verhalten

EU Project Bonds im Gesamtvolumen von bis zu 9,1 Mrd. Euro während der Pilotphase erwartet

Finanzierungsinstrument in Form eines Darlehens oder einer vorbeugenden Kreditlinie zur Verfügung („Project Bond Credit Enhancement“, (PBCE)), wodurch die Bonität der Anleihe auf ein höheres Niveau (Investmentgrade-Rating) angehoben wird, um dadurch potenziell mehr Investoren zu gewinnen. Zwei Ausgestaltungsvarianten sind dabei zu unterscheiden, die „funded“ sowie die „unfunded“ Struktur, wobei der erste spanische Project Bond „unfunded“ war.



Quelle: Präsentation European Commission

Quelle: Präsentation European Commission

Bei der linken Struktur eines Project Bonds stellt die EIB (mit Rückdeckung durch die EU-Kommission) eine Garantie für die begebenen Anleihen, die maximal bis zu 20% des Senior Bondvolumens betragen soll. Die Garantie kann ggf. zur Deckung erster Verluste über einen Treuhänder der Project Bond Gläubiger gezogen werden. Hierbei steht die Garantie quasi außerhalb der originären Projektfinanzierung. Bei der oben rechts abgebildeten „funded“ Struktur steht hingegen von Beginn an ein Mezzanine-Darlehen (auch maximal 20% des Senior Bondvolumens) als Finanzierungsinstrument zur Verfügung.

Zwei unterschiedliche Strukturen

Die Gretchenfrage in diesem Panel bestand darin, ob es sich nun bei einem Project Bond um eine Verbriefung handelt oder nicht. Die Panelteilnehmer waren hier geteilter Meinung, wobei das Gros sich gegen die Einordnung der EU Project Bonds in die Klasse der Verbriefungen aussprach. Letztlich entscheidet hier unseres Erachtens die gewählte Struktur ob eine Verbriefung vorliegt oder nicht. Als Verbriefungen werden i.S.v. §1b Abs. 1 KWG Transaktionen bezeichnet, die eine Tranchierung aufweisen (mindestens zwei Klassen), Zahlungsansprüche bzw. -verpflichtungen ausschließlich aus dem Portfolio befriedigt werden, ein Subordinationsverhältnis besteht und das der Ausfall einer subordinierten Tranche nicht automatisch den Ausfall aller Anleiheklassen bedeutet („non cross default“). Sollte dementsprechend ein Project Bond der „unfunded“ Struktur entsprechen, würde es sich unseres Erachtens nicht um eine Verbriefung handeln, da durch die reine Garantieerklärung nach unserem Dafürhalten oben angeführte Voraussetzung der Tranchierung nicht erfüllt ist. Weist ein EU Project Bond jedoch eine „funded“ Struktur auf, könnte die Anleihe unserer Meinung nach als Verbriefung klassifiziert werden. Eine finale, EU-weite und

Ist der EU Project Bond eine Verbriefung?

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

möglichst einheitliche Einordnung in die Anlageverordnungen von Banken und Versicherungen steht noch aus. Für eine Etablierung von EU Project Bonds als Assetklasse wäre hier eine kurzfristige Klärung aus Investorensicht wünschenswert.

Entwicklung einzelner ABS-Marktsegmente

CMBS Revival

Während CMBS auch im Panel zu (unschöne) „Gerichtliche Auseinandersetzungen im Kontext einer Verbriefung“ oder auch „Herausforderungen bei der Restrukturierung und Refinanzierung von CMBS-Alttransaktionen“ („legacy CMBS“) adressiert wurden, widmen wir uns thematisch lieber der „Rückkehr der CMBS-Märkte“. So konnten seit Jahresbeginn CMBS insgesamt 5,5 Mrd. Euro an Neuemissionsvolumen verbuchen. Darunter befinden sich unter anderem zwei großvolumige Transaktionen, die „Taurus 2013-GMF1“ im Volumen von 1,78 Mrd. Euro sowie die „GRF 2013-1“ deren Volumen sich auf rund 2 Mrd. Euro belief. Bei beiden Transaktionen handelte es sich um deutsche „Multi-Family Housing (MFH)“ CMBS, bei welchen das Portfolio zum größten Teil aus vermieteten Wohnimmobilien besteht. Aufgrund einer vergleichsweise stabilen Performance von MFH-CMBS findet dieses CMBS-Segment bei Investoren aktuell wieder großen Anklang. Beide Transaktionen dienten auch der Refinanzierung von Krediten aus Vorgängertransaktionen.

Im Unterschied zu legacy CMBS weisen diese neu vermarkteten Transaktionen eine deutlich niedrigere LTV-Ratio auf. Beispielsweise liegt der LTV der „Taurus 2013“ bei rund 60% und der LTV der „GRF 2013-1“ bei 65%. Hingegen lagen die LTV-Ratios älterer Transaktionen schon bei der Kreditvergabe deutlich darüber (bei rund 85% und mehr). Des Weiteren weisen die neuen Transaktionen eine deutlich längere „Tail Period“ (Zeitraum zwischen Fälligkeit der Kredite und juristischer Fälligkeit der CMBS-Anleihe) auf. Während die Tail Period früher bei rund zwei Jahren lag, beträgt die Tail Period bei der „GRF 2013-1“ und auch bei der „Taurus 2013“ jeweils sechs Jahre. Sollte bei Fälligkeit eines Kredites keine Anschlussfinanzierung möglich sein, besteht der Vorteil einer verlängerten Tail Periode darin, dass eine geordnete Abwicklung stattfinden kann, ohne die CMBS-Anleihe via Abstimmung der Gläubiger verlängern zu müssen.

Die Rückkehr von CMBS am europäischen Verbriefungsmarkt ist auf mehrere positive Begleitumstände zurückzuführen. So können Alttransaktionen – wie oben am Beispiel GRF und Taurus beschrieben – inzwischen wieder refinanziert werden, was Investoren die Angst beim Wiedereinstieg nimmt. Hierbei hilft auch die mittlerweile sichtbare Wertaufholung, welche sich zumindest in den Kernländern Europas in Form steigender Gewerbeimmobilienpreise widerspiegelt. Die neuen Transaktionen werden zudem mit risikoärmeren Immobilienobjekten aufgelegt. Auch neue strukturelle Features – aus den negativen Erfahrungen mit Alttransaktionen als „lessons learned“ abgeleitet und in den „CMBS 2.0 Principles“ niedergelegt – sowie eine noch strengere Prüfung seitens der Ratingagenturen erhöhen die Akzeptanz bei Investoren. (Zu den CMBS 2.0 Principles verweisen wir auf unseren Asset Backed Watcher Nr. 191 vom 17.12.12: „Aufbruch in die CMBS 2.0 Welt“.) Auch das aktuelle Niveau der CMBS-Spreads hilft. Waren diese vormals prohibitiv hoch, lassen sich heute bei einem Level von knapp über 100 Basispunkten für die Senior-Tranchen wieder Transaktionen ökonomisch darstellen und gleichzeitig auch noch Investoren gewinnen.

CMBS 2.0

Unterschiede zu älteren Transaktionen

Treiber der CMBS-Rückkehr

Ein weiterer Treiber ist, dass europäische Banken teilweise ihr Engagement in der Gewerbeimmobilienfinanzierung wieder selektiv ausweiten, aber auch durch US-Banken ersetzt werden. Ebenso verdrängen neue Investoren, wie Kreditfonds und VAG-Anleger, im Wege der direkten Immobilienfinanzierung Banken als Finanziere. Dabei erfolgt die Ansprache der Kreditoren meist direkt durch das (Management des) CMBS-SPV selbst. Banken werden dann im Nachgang nur noch zur Strukturierung und Platzierung der CMBS-Anleihe eingesetzt. Diese so genannte „Agency Securitisation“ bringt allerdings auch zwei Probleme mit sich. Da die Kreditvergabe nicht originär durch ein Kreditinstitut erfolgt, welches die Darlehensforderung dann an das SPV verkauft, ermangelt es der Struktur an einem „True Sale“, welcher aber u.a. ein Formerfordernis für die EZB-Fähigkeit der CMBS-Anleihe ist. Ähnliche Probleme ergeben sich hinsichtlich des Selbsthalts nach Artikel 404 ff. CRR, da auch hierfür keine ausreichende Bank als Originator zur Verfügung steht.

„Agency Securitisation“

Dynamische Entwicklung von Auto ABS

Die Sicherung des Automobilabsatzes durch Auto ABS bzw. die realwirtschaftliche Bedeutung von (Auto-)Verbriefungen war Thema in vielen Panels. Bei einem Blick auf die Volumenentwicklung zeigt sich, dass in 2013 bis Ende Q3 Auto-Transaktionen im Volumen von rund 13,4 Mrd. Euro emittiert wurden. Bei einem gesamten Neuemissionsvolumen am europäischen Verbriefungsmarkt von bis dato 109,2 Mrd. Euro entspricht dies einem Marktanteil von 12,3%. Ein Blick auf das tatsächlich abgesetzte Volumen verdeutlicht die dynamische Entwicklung des Auto ABS-Segments noch stärker. So belief sich das Volumen an privat platzierten bzw. öffentlich vermarkteten Auto-Transaktionen auf 10,7 Mrd. Euro, was rund ein Fünftel (20,3%) des gesamten abgesetzten Volumens ausmacht. Deutsche Auto-Verbriefungen liegen dabei mit 9,8 Mrd. Euro an der Spitze. Dies entspricht im Vergleich zum Vorjahresvolumen von 4,9 Mrd. Euro einer Verdopplung. Sie stellen damit 73% des gesamten Auto-Neuemissionsvolumens und vereinen auch beim öffentlich vermarkteten bzw. privat platzierten Volumen mit 7,5 Mrd. Euro rund 70% auf sich. Gegenüber dem entsprechenden Vorjahreswert von nur rund 2,9 Mrd. Euro konnten deutsche Auto-Verbriefungen damit auch beim abgesetzten Volumen einen immensen Zuwachs verbuchen.

Volumenentwicklung von Auto ABS in 2013

Eine gute Volumenentwicklung von Auto ABS spielt auch für den Autoabsatz eine entscheidende Rolle, denn Autoabsatz und Verbriefungen sind eng miteinander verknüpft. Die Absatzfinanzierung, sprich die Finanzierung von Händlern, Käufern und Leasinggesellschaft, nimmt eine wesentliche Rolle in der Wertschöpfungskette von Autoherstellern ein. Aktuell werden in Deutschland bereits etwa 75% der Fahrzeugkäufe mittels Leasing oder Autokrediten finanziert. Um solche Finanzierungsmöglichkeiten anbieten zu können, ist der Zugriff auf langfristig verfügbare Refinanzierungsquellen essentiell. In diesem Zusammenhang stehen den Autobanken bzw. Leasinggesellschaften, abgesehen von Kundeneinlagen und unbesicherten Schuldverschreibungen, vor allem ABS zu Verfügung. Die aktuellen regulatorischen Rahmenbedingungen hinsichtlich Verbriefungen drohen jedoch die Nutzung von Auto ABS als bedeutendes Element einer diversifizierten Refinanzierungsstrategie stark einzuschränken.

Hohe realwirtschaftliche Bedeutung von Auto ABS insbesondere für Deutschland

Hiergegen setzen sich jedoch unter anderem der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) und der Verband der Automobilindustrie (VDA) in einem gemeinsamen Positionspapier zur Wehr. Nach einer Analyse der Auswirkung der geplanten Regu-

Initiative der Industrieverbände

lierung, empfehlen diese – auch angesichts der einwandfreien fundamentalen Performance dieser Assetklasse – eine differenzierte Behandlung der wesentlichen Verbriefungsklassen. Wir gehen davon aus, dass sie wegen der hohen realwirtschaftlichen Bedeutung bei Regulatoren und der Politik mehr bewirken, als ABS-Analysten in Publikationen wie dieser erreichen könnten. Deshalb sind wir zuversichtlich hinsichtlich einer künftigen Einbeziehung unter anderem von Auto ABS in die LCR.

Europäische CLOs auf dem Weg zu „CLO 2.0“

Auch die Entwicklung des CLO-Segments wurde in einem Panel thematisiert mit Schwerpunkt auf den Herausforderungen, denen diese Assetklasse aktuell gegenübersteht. Das CLO-Segment hat seit Beginn 2013 wieder Fahrt aufgenommen. Mit aktuell 14 Deals konnten europäische CLO-Transaktionen ein Neuemissionsvolumen von bis dato rund 4,8 Mrd. Euro erzielen. Jedoch könnte dieser Aufschwung durch die „skin in the game“ Regulierung gemäß dem RTS-Entwurf der EBA („Consultation Paper on Draft Regulatory Technical Standards: On the retention of net economic interest and other requirements relating to exposures to transferred credit risk“) vom Mai 2013 und den hieraus resultierenden Implikationen für CLOs jäh abgebremst werden. Die Regulierung bzgl. des Risikoeinhalts von 5% („skin in the game“) – ursprünglich in der CRD II Artikel 122a jetzt CRR Artikel 404 bis 410 festgelegt – wurde dahingehend abgeändert, dass der Kreis der möglichen „Risk Retainer“ auf den Originator, Sponsor oder ursprünglichen Kreditgeber beschränkt wurde. Bei einer Vielzahl der CLO-Transaktionen wurden die 5% bis dato jedoch häufig von einer Drittpartei gehalten („third party equity sponsor“). Unklar ist dementsprechend, wer zukünftig den Selbstbehalt tragen soll. Darüber hinaus ist auch noch fraglich, wie mit Alttransaktionen verfahren wird, da ein „grandfathering“ nicht explizit vorgesehen ist. Die EBA soll hinsichtlich dieser Regelung den Entwurf des technischen Regulierungsstandards bis zum 01. Januar 2014 der EU Kommission vorlegen.

„Skin in the game“ Regulierung bereitet CLO-Segment Kopfschmerzen

Resümee und Ausblick

Die Vielzahl unterschiedlicher Themenkomplexe, die auf dem TSI Kongress aufgegriffen wurden, ist bereits bezeichnend für die Masse an differenzierten regulatorischen Neuerungen, von welchen europäische Verbriefungen direkt oder mittelbar betroffen sind. Wie oben dargelegt sind einige Regulierungsmaßnahmen an manchen Stellen noch „offen“, wie z.B. die LCR, oder noch „unterwegs“, wie Solvency II, oder bereits „wieder“ in der Überarbeitung, wie Basel III.5. Darüber hinaus gibt es jedoch weitere Themengebiete, die wir hier noch gar nicht angesprochen haben, wie unter anderem die Umsetzung des Liikanen-Vorschlags zur Abtrennung von Eigenhandel und anderen Risikobereichen von Banken – mithin die Einführung eines Trennbankensystems in Europa – oder auch die (weitere) Regulierung von Ratingagenturen (CRA III) sowie die Regulierung von Schattenbanken durch das Financial Stability Board (FSB), bei welcher bislang nur ein „Consultative Document – Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking“ veröffentlicht wurde. Dies sind einige der regulatorischen Diskussionspunkte, die das Bankenumfeld weiterhin in Bewegung halten werden. Unseres Erachtens ist es notwendig, eine gewisse Stabilität in die Regulierung von Verbriefungen zu bringen und die oben genannten „offenen Posten“ möglichst zügig zu klären, um potenziellen ABS-Investoren die regulatorisch bedingte Investitionsunsicherheit zu nehmen. Hierbei läuft dem Verbriefungsmarkt nach unserem Dafürhalten die Zeit davon. Auch wenn in den ver-

Licht und Schatten

gangenen Jahren Verbriefungen von „langen Abstimmungsprozessen“ profitiert haben, da dadurch die Darstellung eines stabilen Performanceverlaufs von ABS über den Krisenzeitraum möglich war, führen weitere langwierige Abstimmungsperioden aufgrund der regulatorischen Unsicherheit nach unserer Einschätzung eher zu einem weiteren „Wegbrechen“ des Marktes. Eine zügige Umsetzung muss dennoch „handwerklich korrekt“ erfolgen. Positiv werten wir hierbei die verlaubliche Einsicht der Regulatoren hinsichtlich der soliden Performance europäischer Verbriefungen im Vergleich zu US-amerikanischen während der Finanzkrise und einer sich hieraus abzuleitenden „objektiven“ – damit auch weniger restriktiven und schon gar nicht prohibitiven – regulatorischen Behandlung.

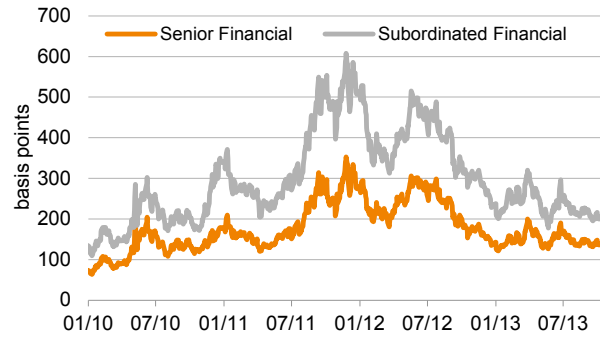
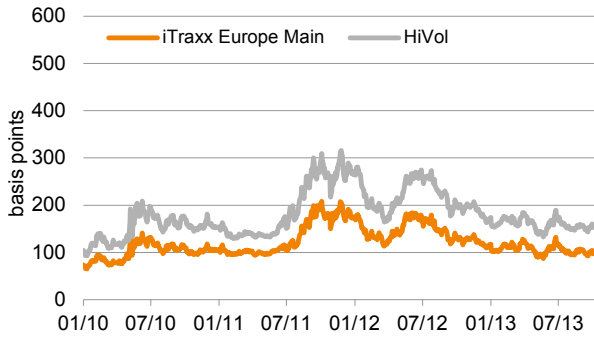
AUTOREN:

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

Ralf Raebel + 49 (0)69 7447 1408

ITRAXX IM ÜBERBLICK

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



Quelle: Markit

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

Indexbezeichnung	Anzahl Credits	Serie 18					Serie 19					
		Last Price	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate	Last Price	S17 - S16	1 Woche	2 Wochen	1 Monat	3 Monate
Europe	125	77,6	-6,8	-2,8	-17,0	-26,3	88,6	11,0	-6,2	-2,0	-15,9	-25,0
HiVol	30	122,6	-8,7	-0,1	-18,8	-27,9	138,1	15,5	-8,6	-0,3	-18,8	-30,1
Crossover	50	309,2	-18,2	-11,0	-44,6	-82,2	361,6	52,3	-18,2	-10,3	-51,2	-94,0
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	108,9	-11,8	-4,6	-23,3	-43,0	122,6	13,7	-11,6	-4,9	-23,7	-42,7
Financials Subordinated	25	160,1	-15,9	-3,7	-42,2	-70,7	179,1	19,0	-16,1	-4,5	-43,8	-72,0

Quelle: Markit

ABS MARKT IM SEPTEMBER(1)

Asset-Klasse	Spread-Level AAA (indikativ)	Tendenz	Asset-Klasse	Spread-Level AAA (indikativ)	Tendenz
RMBS			CMBS	335 – 650	→
Deutschland	n.a.				
Spanien	225– 475	↘	ABS		
Italien	130 – 315	→	Consumer-ABS	110 – 250	→
Niederlande	36 – 115	↗	Lease-ABS	24 – 90	→
UK Prime	27 – 73	↘	Auto-ABS	24 – 75	→
UK Non-Conforming	230 – 395	→			

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

Händlerkommentar

In den letzten Wochen setzte sich der Neuemissionsregen fort. Insbesondere im Bereich der Auto-Transaktionen kamen mehrere neue Deals auf den Markt, z.B. VCL 18 A (VW Leasing GmbH), E-CARAT 2 (GMAC UK) oder auch KIMI 2013-1 - eine finnische Transaktion der Santander Consumer Finance Oy. Momentan wird eine italienische Auto und Consumer Transaktion - SUNRI 09 A - in Teilen bei Investoren platziert. Der Deal wurde ursprünglich in 2009 aufgelegt und einbehalten. Nun sollen ca. EUR 600 Mio. AA/AA(h) - geratete Papiere verkauft werden. Des Weiteren wird in diesen Tagen mit der Bluestep No 2 ein schwedischer Non-Conforming RMBS Deal gepreist, bei welchem aufgrund hoher Nachfrage während der Vermarktungsphase eine EUR

Tranche kurzfristig inkludiert wurde, was das Pricing insgesamt etwas verzögerte.

Das Sekundärmarktgeschehen war und ist weiterhin von zahlreichen Bidlisten geprägt, auf denen Bonds diverser Assetklassen und verschiedene Tranchen gezeigt werden. Die dort offerierten Bonds scheinen zu sehr guten Levels ausgeführt zu werden. Bevor es in Italien zur Vertrauensfrage für Letta kam, sahen wir Nachfrage nach italienischen Bonds, die attraktive Renditen offerierten. Ebenso nach irischen RMBS, bei welchen Spekulationen über mögliche Rückkaufangebote und die langsame Hauspreiserholung in Irland die Kaufpreise unterstützten.

Aktuelle Offerten des ABS-Handels

Assetklasse	Land	Transaktion	Tranche	WKN	Originator	Rating	WAL	Geld	Brief	DM (Geld)	DM (Brief)
Auto	FR	DRIFR 1	A	A1HQJQ	VW Bank GmbH	AAA	1,39	100,05	100,12	32	27
LEASE	DE	VCL 18	A	A1HQS3	VW Leasing	AAA	1,20	100,00	100,05	30	26
RMBS	NL	DMPL VIII	A2	A1A3J0	Achmea Hypotheekbank NV	AAA	2,03	101,53	101,74	60	50
RMBS	NL	STORM 2010-3	A1	A1AVX0	Obvion	AAA	1,07	100,29	100,41	53	42
RMBS	BE	DMF 2006-1	A	A0G035	Krefima NV	AA+	2,91	98,67	98,96	85	75
RMBS	GB	HMI 2013-1X	A2	A1HLN7	Santander UK Plc	AAA	2,68	99,61	99,82	55	47
RMBS	GB	LAN 2012-2X	1A	A1G7T8	Clydesdale/Yorkshire Bank	AAA	1,85	101,30	101,53	70	58
RMBS	IT	BPM 2	A2	A0GUL3	Banca Popolare di Milano Scarl	AA	2,23		95,85		204
RMBS	AUS	CET 2006-1E	A1	A0USRF	St. George Bank Ltd.	AAA	1,63	98,84	99,00	80	70

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

DZ ABS Trading:

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

ABS MARKT IM SEPTEMBER(2)

- » September im Zeichen der Autos: Vier Auto-Transaktionen tragen zu steigendem Neuemissionsvolumen bei.
- » Politische Themen bewegen den Markt im September. Beibehalt unseres „Core-Satellite-Ansatzes“ mit Basisinvestment in solide Assetklassen.

Der September stand ganz im Zeichen der Autos: die Internationale Automobil-Ausstellung (IAA) fiel zeitlich mit der verstärkten Emission europäischer Auto ABS zusammen. Gleich vier dieser Verbriefungen wurden emittiert, darunter auch die „Driver France One“, die langerwartete VW Auto Loan Verbriefung mit französischem Collateral. Das Auto-Segment erreichte im September insgesamt ein Volumen von 2,05 Mrd. Euro und trägt damit seinen Teil zum Gesamtemissionsvolumen von bis dato 10,6 Mrd. Euro bei. Im Vergleich zum Vormonat entspricht dies einem Volumenanstieg von rund 50%. Auf Jahressicht zeigt sich jedoch die zunehmend rückläufige Entwicklung des Gesamtmarktes. So konnte im September 2012 noch ein Neuemissionsvolumen von 17,9 Mrd. Euro verzeichnet werden. Dies entspricht einem Neuemissionsrückgang von rund 41% auf Jahressicht. Die Platzierungsquote verzeichnete mit rund 45% einen Anstieg um knapp drei Prozentpunkte.

Sekundärmarktseitig stiegen die Umsätze Anfang September mit der Rückkehr einiger Investoren an und es wurde wieder verstärkte Nachfrage nach UK Prime Papieren, aber auch Auto ABS sowie IT und AU RMBS gesehen. Die Spreads behielten im September größtenteils ihr Vormonatsniveau bei. Spanische RMBS konnten jedoch eine Spreadeinengung von 20 Basispunkten gegenüber dem Vormonat verzeichnen. Bereits seit längerem sind Pläne hinsichtlich der Gründung eines „Dutch Mortgage Institute“ im Gespräch. Offiziell wurde dies Mitte September angekündigt. Es sind noch keine konkreten Details bekannt, die Idee ist jedoch, dass mit NHG-Darlehen besicherte RMBS-Tranchen (Senior Tranchen) vom Institut angekauft und durch die Emission von „hard bullet“ Anleihen mit Staatsgarantie refinanziert werden. Aktuell überprüft die EU Kommission, ob dies als staatliche Beihilfe einzustufen ist. Die Auswirkungen auf den RMBS-Markt durch Realisierung eines solchen Institutes sind fraglich. Wir erachten es als wahrscheinlich, dass es zu einer zunehmenden Abspaltung der NHG-Darlehen aus den RMBS-Pools kommen wird. Ferner gab es im September zwei weitere Tender Offers. Die erste Tender Offer stammte von UCI für ihre spanischen RMBS aus der UCI-Serie (Tranchen aus 6 Transaktionen). Einige Tage später folgte Barclays mit einer Tender Offer für 17 Tranchen aus der Serie „AYT Genova Hipotecario“ (auch spanische RMBS). Darüber hinaus bewegten im September viele politische Themen den Markt. So stand am 22. September die Bundestagswahl in Deutschland an. Unsere Volkswirte rechnen aufgrund des Wahlergebnisses jedoch nicht mit negativen Impulsen für den Kapitalmarkt, da die Marktteilnehmer durch die wahrscheinliche Fortsetzung von Angela Merkel als Kanzlerin von keinen größeren Änderungen des aktuellen politischen Kurses ausgehen. Weit schwerer wiegt hingegen die aktuelle politische Situation in Italien. Während zunächst die Ankündigung des Rücktritts der fünf Minister der Partei von Silvio Berlusconi die italienische Regierung ins Wanken brachte, bereitet aktuell eher die Auflösung der PDL Sorge. Vorerst nehmen wir keine Änderungen in unserer Asset Allocation vor. Wir empfehlen weiterhin ein Basisinvestment in die solide Assetklassen.

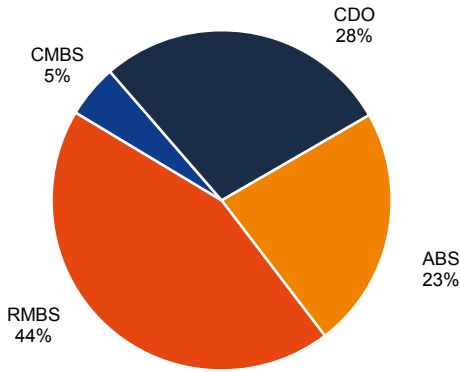
Verstärkte Emission von Auto ABS

Spreads bleiben größtenteils unverändert

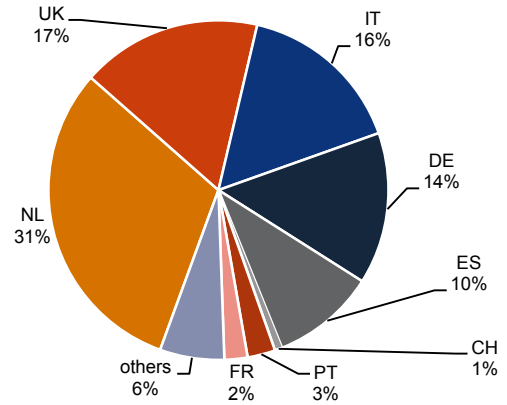
Ann-Kristin Möglich, Andreas Gruhl und Ralf Raebel

ABS MARKT IM SEPTEMBER (3)

ANTEIL DER ASSETKLASSEN 2013 Y-T-D

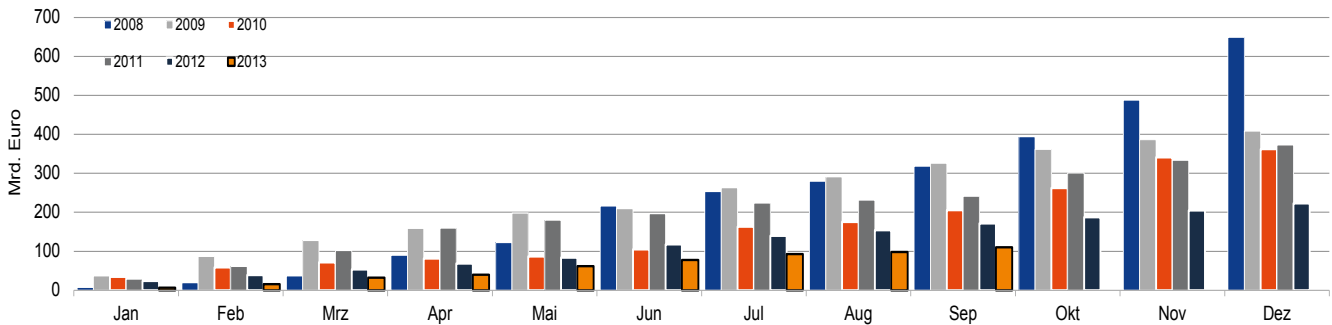


ANTEIL DER LÄNDER 2013 Y-T-D

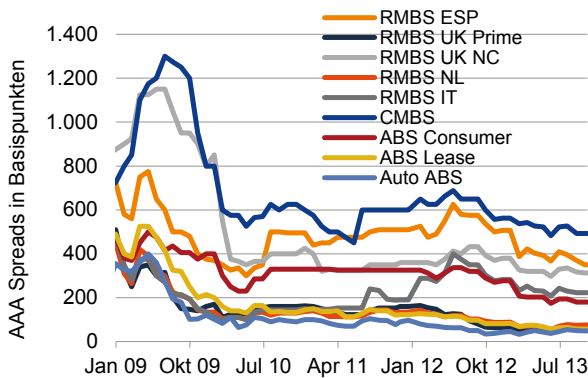


Quelle: DZ BANK

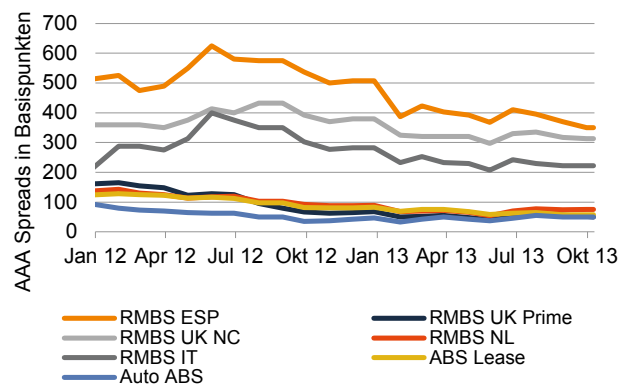
KUMULIERTES EMISSIONSVOLUMEN DES EUROPÄISCHEN STRUCTURED FINANCE MARKETS



SPREADS – LANGFRISTIGE ENTWICKLUNG



SPREADS – KURZFRISTIGE ENTWICKLUNG



Quelle: DZ BANK

NEUEMISSIONEN IM SEPTEMBER

Transaktion	Assetklasse	Land	Originator	Volumen (Mio.)	Mrd. Euro
ABS					
Bilkreditt 4	Auto ABS	NO	Santander Consumer Bank	EUR 412,0	0,41
Driver France One	Auto ABS	FR	Volkswagen	EUR 481,2	0,48
E-Carat 2	Auto ABS	UK	GMAC	GBP 371,5	0,44
FCT Ginkgo CL	Consumer ABS	FR	CA Consumer Finance	EUR 557,1	0,56
VCL 18	Auto ABS	DE	Volkswagen	EUR 720,0	0,72
Summe ABS					2,61
MBS					
Brass 3	RMBS	UK	Yorkshire BS	GBP 1.137,9	1,36
Castilho Mortgages 1	RMBS	PT	Deutsche Bank	EUR 1.373,2	1,37
Dolphin Master Issuer 2013-1	RMBS	NL	ABN Amro	EUR 4.849,3	4,85
Monnet Finance	CMBS	DE	BGP Investment	EUR 406,1	0,41
Paragon 18	RMBS	UK	Paragon Mortgages	GBP 273,0	0,32
Storm 2013-IV	RMBS	NL	Obvion	EUR 752,0	0,75
Summe MBS					7,69
CDO					
Carlyle 2013-2	CLO	Mix	CELF Advisors LLP	EUR 335,9	0,34
Summe CDO					0,34
Summe					12,01

ABS

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Bilkredit 4	A	EUR	412,0	1,62	1mE	45	Aaa	AAA	NR
Bloomberg	BILK 4									
Assetklasse	Auto ABS									
Land	Norwegen									
Originator	Santander Consumer UK									
Volumen	EUR 412,0 Mio.									
Pricing	04.09.2013									
	<ul style="list-style-type: none"> - Die A-Tranche wurde öffentlich vermarktet. - Die geografische Verteilung der A-Tranche gestaltete sich wie folgt: 32% Deutschland, 21% Großbritannien, 19% Niederlande, 16% Frankreich und 12% Weltweit. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 63% aus Asset Managern, zu 27% aus Banken, zu 2% aus Versicherungen und zu 8% aus Sonstigen zusammen. - Die A-Tranche wurden von 350 Mio. Euro auf 412 Mio. Euro aufgestockt. - Das Portfolio setzt sich zu 30,5% aus Neu- und zu 69,5% aus Gebrauchtwagen zusammen. - Die durchschnittliche Restlaufzeit beträgt 76,0 Monate. - Das Weighted Average Seasoning beträgt 8,0 Monate. 									
Transaktion	Driver France One	A	EUR	465,0	n/a	1mE	35	Aaa	AAA	NR
Bloomberg	DRIFR 1	B	EUR	16,2	n/a	1mE	80	A1	A+	NR
Assetklasse	Auto ABS									
Land	Frankreich									
Originator	Volkswagen									
Volumen	EUR 481,2 Mio.									
Pricing	05.09.2013									
	<ul style="list-style-type: none"> - Die A- und B-Tranche wurden öffentlich vermarktet. - Die geografische Verteilung gestaltete sich wie folgt: 48% Großbritannien, 24% Niederlande, 12% Frankreich, 9% Deutschland und 7% Sonstige. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 45% aus Banken, zu 42% aus Asset Managern und zu 13% aus Sonstigen zusammen. - Die CPR ist 7,5% und der Clean-up Call 10%. - Das Portfolio besteht aus 59.600 Auto-Darlehen-Verträgen von insgesamt 59.294 Schuldnern. - Die durchschnittliche ursprüngliche Laufzeit beträgt 51,85 Monate. - Die durchschnittliche Restlaufzeit beträgt 38,02 Monate. - Das Weighted Average Seasoning beträgt 13,83 Monate. - Das Portfolio besteht ausschließlich aus Darlehen an Privatkunden für Neuwagen (81%) und Gebrauchtwagen (19%). 									
Transaktion	E-Carat 2	A	GBP	350,0	1,65	1mL	55	NR	AAA	AAA
Bloomberg	ECARA 2	B	GBP	21,5	3,75	1mL	100	NR	AAA	AA
Assetklasse	Auto ABS									
Land	Großbritannien									
Originator	GMAC									
Volumen	GBP 371,5 Mio.									
Pricing	27.09.2013									

	Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch	
-	Die A und B-Tranche wurden öffentlich vermarktet.									
-	Die geografische Verteilung der A und B-Tranche gestaltete sich wie folgt: 78% Großbritannien und 22% Sonstige. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 37% aus Asset Managern, zu 35% aus Banken und zu 28% aus Sonstigen zusammen.									
-	Die Kredite wurden zu 1,85% an gewerbliche und zu 98,15% an private Kunden vergeben.									
-	Das Weighted Average Seasoning beträgt 7,13 Monate.									
-	Die durchschnittliche ursprüngliche Laufzeit beträgt 56,73 Monate.									
-	Das Portfolio weist eine hohe Konzentration im Süd-Osten (einschließlich London) (24,64%) sowie in Schottland (11%) auf.									

Transaktion	FCT Ginkgo CL	A	EUR	450,0	4,03	n/a	n/a	NR	AAA	AAA
Bloomberg	GNKGO 2013-CL1	B	EUR	52,2	5,51	n/a	n/a	NR	AA	AA
Assetklasse	Consumer ABS	C	EUR	54,9	6	n/a	n/a	NR	A	A
Land	Frankreich									
Originator	CA Consumer Finance									
Volumen	EUR 557,1 Mio.									
Pricing	02.09.2013									

- Die A-Tranche wurde privat platziert. Die übrigen Tranchen wurden einbehalten.
- Das Portfolio besteht zu 37% aus privaten Darlehen, zu 25% aus Haushaltsgeräten, zu 18% aus Gebrauchtwagen, zu 11% aus Neuwagen, zu 4% aus Schuldenkonsolidierung und zu 4% aus Wohnmobilen.

Transaktion	VCL 18	A	EUR	697,5	1,24	1mE	30	Aaa	AAA	NR
Bloomberg	VCL 18	B	EUR	22,5	1,78	1mE	67	A1	A+	NR
Assetklasse	Auto ABS									
Land	Deutschland									
Originator	Volkswagen									
Volumen	EUR 720,0									
Pricing	19.09.2013									

- Die komplette Transaktion wurde öffentlich vermarktet.
- Die geografische Verteilung der A-Tranche gestaltete sich wie folgt: 33% Großbritannien, 29% Deutschland, 19% BeNeLux, 15% Weltweit, 2% Frankreich und 1% Österreich. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 41% aus Banken, zu 32% aus Asset Managern und zu 27% aus Sonstigen zusammen.
- Die geografische Verteilung der B-Tranche gestaltete sich wie folgt: 58% Großbritannien, 22% Weltweit und 20% Frankreich. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 100% aus Asset Managern zusammen.
- Das Portfolio besteht aus 67.249 Verträgen.
- Das Weighted Average Seasoning beträgt 8,9 Monate.

Quelle: DZ BANK

RMBS & CMBS

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Brass 3	A	GBP	1.000,0	3,37	3mL	68	Aaa	NR	AAA
Bloomberg	BRASS 3	Z	GBP	138,0	n/a	3mL	0	NR	NR	NR
Assetklasse	RMBS									
Land	Großbritannien									
Originator	Yorkshire BS									
Volumen	GBP 1.137,9 Mio.									
Pricing	27.09.2013									

- Die A-Tranche wurde zur Hälfte öffentlich vermarktet
- Insgesamt 17 Parteien zeigten Interesse. Die geografische Verteilung gestaltete sich wie folgt: 87% Großbritannien, 4% Deutschland/Österreich und 9% Sonstige. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 57% aus Banken, zu 34% aus Asset Managern und zu 9% aus Sonstigen zusammen.
- Das Credit Enhancement der A-Tranche besteht zu 9,75% aus Subordination und zu 2,70% aus einem amortisierenden „Reserve Fund“.
- Die durchschnittliche Restlaufzeit beträgt 21,63 Jahre.
- Das Weighted Average Seasoning beträgt 1,62 Jahre.

Transaktion	Castilho Mortgages 1	A	EUR	1.132,8	n/a	3mE	30	NR	NR	A
Bloomberg	CASTI 1	B	EUR	199,9	n/a	3mE	50	NR	NR	NR
Assetklasse	RMBS	C	EUR	40,5	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR
Land	Portugal	VFN	EUR	0,0	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR
Originator	Deutsche Bank									
Volumen	EUR 1,373.2 Mio.									
Pricing	25.09.2013									

- Die Transaktion wurde vollständig einbehalten.

Transaktion	Dolphin Master Issuer 2013-1	A1	EUR	2.789,0	3	3mE	65	Aaa	AAA	NR
Bloomberg	DOLPH 2013-1	A2	EUR	2.000,0	6	3mE	95	Aaa	AAA	NR
Assetklasse	RMBS	E	EUR	60,3	4	3mE	800	NR	NR	NR
Land	Niederlande									
Originator	ABN Amro									
Volumen	EUR 4.849,3 Mio.									
Pricing	27.09.2013									

- Die Transaktion wurde vollständig einbehalten.

Transaktion	Monnet Finance	A	EUR	289,4	5,12	3mE	192	NR	NR	NR
Bloomberg	MNNT1	B	EUR	57,7	5,12	3mE	326	NR	NR	NR
Assetklasse	CMBS	C	EUR	38,6	5,12	3mE	550	NR	NR	NR
Land	Deutschland	D	EUR	20,4	5,12	n/a	n/a	NR	NR	NR
Originator	BGP Investment									
Volumen	EUR 406,1 Mio.									
Pricing	02.09.2013									

- Die Transaktion wurde nicht geratet.
- Es wird angenommen, dass die Tranchen A und B von JP Morgan angekauft wurden. Die Deutsche Bank hat die C-Tranche angekauft.
- Das Portfolio besteht aus 10 Darlehen mit einer Darlehenslaufzeit von 5 Jahren.

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Paragon 18	A	GBP	238,1	2,95	3mL	115	NR	AAA	AAA
Bloomberg	PARGN 18	B	GBP	15,7	3,24	3mL	170	NR	AA	AA
Assetklasse	RMBS	C	GBP	13,7	3,24	3mL	240	NR	A	A
Land	Großbritannien	D	GBP	5,5	3,24	3mL	275	NR	NR	NR
Originator	Paragon Mortgages									
Volumen	GBP 273,0 Mio.									
Pricing	13.09.2013									

- Die Tranchen A bis C wurden öffentlich vermarktet.
- Die geografische Verteilung gestaltete sich wie folgt: 53% Großbritannien, 39% restliches Europa und 8% Sonstige. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 83% aus Asset Managern, zu 10% aus Banken und zu 8% aus Sonstigen zusammen.
- Das Portfolio wurde von 225 GBP Mio. auf 273 GBP Mio. aufgestockt.
- Die durchschnittliche Restlaufzeit beträgt 20,17 Jahre.
- Das Weighted Average Seasoning beträgt 2,82 Monate.

Transaktion	Storm 2013-IV	A1	EUR	150,0	1,96	3mE	45	Aaa	AAA	AAA
Bloomberg	STORM 2013-4	A2	EUR	550,0	4,79	3mE	90	Aaa	AAA	AAA
Assetklasse	RMBS	B	EUR	17,1	4,82	3mE	200	Aa1	AA+	AA-
Land	Niederlande	C	EUR	13,1	4,82	3mE	300	Aa2	AA-	BBB+
Originator	Obvion	D	EUR	14,5	4,82	3mE	400	A1	BBB	BB-
Volumen	EUR 752,0 Mio.	E	EUR	7,5	1,79	3mE	600	Baa3	NR	BB-
Pricing	12.09.2013									

- Die Transaktion wurde öffentlich vermarktet.
- Die geografische Verteilung der A1-Tranche gestaltete sich wie folgt: 33% Frankreich, 33% Großbritannien, 14% BeNeLux, 3% Deutschland, 3% Südeuropa, 1% Schweiz und 12% Sonstige. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 74% aus Asset Managern, zu 13% aus Banken und zu 12% aus Sonstigen zusammen.
- Die geografische Verteilung der A2-Tranche gestaltete sich wie folgt: 33,5% Großbritannien, 23% BeNeLux, 22% Frankreich, 10% Deutschland, 2,5% Südeuropa, 2% Schweiz und 8% Sonstige. Der Investorenkreis setzte sich hierbei zu 49% aus Asset Managern, zu 44% aus Banken und zu 7% aus Sonstigen zusammen.

Quelle: DZ BANK

CDO

NEUEMISSIONEN

		Klasse	WHG	Volumen	WAL (Jahre)	Referenz- zins	Spread (Bp)	Moody's	S&P	Fitch
Transaktion	Carlyle 2013-2	A-1	EUR	179,0	n/a	3mE	135	NR	AAA	AAA
Bloomberg	CGMS 2013-2X	A-2A	EUR	31,5	n/a	3mE	200	NR	AA	AA
Assetklasse	CLO	A-2B	EUR	19,9	n/a	n/a	n/a	NR	AA	AA
Land	Mix	B	EUR	19,4	n/a	3mE	325	NR	A	A
Originator		C	EUR	18,8	n/a	3mE	400	NR	BBB	BBB
Volumen	EUR 335,9 Mio.	D	EUR	19,9	n/a	3mE	500	NR	BB	BB
Pricing	17.09.2013	E	EUR	7,8	n/a	3mE	550	NR	B	B-
		SUB	EUR	39,6	n/a	n/a	n/a	NR	NR	NR

- Die Transaktion wurde öffentlich vermarktet.
- Die Reinvestitionsperiode beträgt 4 Jahre.

Quelle: DZ BANK

AUSGEWÄHLTE RATINGAKTIONEN IM SEPTEMBER

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
05.09.2013	CHAPEL 2003-I	A	S&P	Downgrade	BB	B
ABS	Niederlande CHAPE 2003-I	B	S&P	Downgrade	CCC	CCC-
03.09.2013	GLOBALDRIVE 2009-D	B	S&P	Upgrade	A+	AAA
ABS	Deutschland GLDR 2009-D					
03.09.2013	GLOBALDRIVE 2010-A	B	S&P	Upgrade	A	AAA
ABS	Deutschland GLDR 2010-A					
03.09.2013	GLOBALDRIVE 2011-A	B	S&P	Upgrade	AA/ Watch positive	AAA
ABS	Deutschland GLDR 2011-AX					
26.09.2013	MARCHE MUTUI 1	A2	Moody's	Watch negative	A3	A3/ Watch negative
RMBS	Italien MARCH 1	B C	Moody's Moody's	Watch negative Upgrade	A3 Ba3	A3/ Watch negative Baa3
25.09.2013	EUROPEAN LOAN CONDUIT 23	F	S&P	Downgrade	CCC	CC
CMBS	Diverse EURO 23X					
23.09.2013	E-MAC PROGRAM 2006-3	D	Fitch	Downgrade	BB	B
RMBS	Niederlande EMACP 2006-3	E	Fitch	Downgrade	B	CCC
23.09.2013	E-MAC PROGRAM 2007-1	D	Fitch	Downgrade	BB	B
RMBS	Niederlande EMACP 2007-1	E	Fitch	Downgrade	B	CCC
23.09.2013	E-MAC PROGRAM 2007-NL3	C	Fitch	Downgrade	A	BBB
RMBS	Niederlande EMACP 2007-NL3X	D E	Fitch Fitch	Downgrade Downgrade	BB B	B CCC
23.09.2013	E-MAC PROGRAM 2007-NL4	D	Fitch	Downgrade	BB	B
RMBS	Niederlande EMACP 2007-NL4					
23.09.2013	HOLLAND EURO-DENOMINATED MTG BACKED SERIES 10	C	Fitch	Downgrade	BBB+	BB+
RMBS	Niederlande HERME 10	D	Fitch	Downgrade	BBB	BB
23.09.2013	HOLLAND EURO-DENOMINATED MTG BACKED SERIES 11	C	Fitch	Downgrade	BBB+	BB+
RMBS	Niederlande HERME 11	D	Fitch	Downgrade	BBB	BB
23.09.2013	HOLLAND EURO-DENOMINATED MTG BACKED SERIES 12	D	Fitch	Downgrade	BBB	BB
RMBS	Niederlande HERME 12					
23.09.2013	HOLLAND EURO-DENOMINATED MTG BACKED SERIES 16	D	Fitch	Downgrade	BBB-	BB
RMBS	Niederlande HERME 16					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
23.09.2013	HOLLAND EURO-DENOMINATED MTG BACKED SERIES 8	C	Fitch	Downgrade	BBB	BB
RMBS	Niederlande HERME 8					
23.09.2013	HOLLAND EURO-DENOMINATED MTG BACKED SERIES 9	D	Fitch	Downgrade	BBB	BB
RMBS	Niederlande HERME 9					
23.09.2013	TITAN EUROPE 2006-5	A1	Moody's	Downgrade	A1	Ba1
CMBS	Diverse TITN 2006-5X					
17.09.2013	MORTGAGE FUNDING 2008-1	A	Fitch	Upgrade	CC/ Watch positive	BB
RMBS	Großbritannien MFD 2008-1					
13.09.2013	NEWGATE FUNDING 2006-2	Q	S&P	Upgrade	CCC	BB+
RMBS	Großbritannien NGATE 2006-2					
13.09.2013	NEWGATE FUNDING 2007-2	M	S&P	Upgrade	BBB	BBB+
RMBS	Großbritannien NGATE 2007-2A	M	S&P	Upgrade	BBB	BBB+
26.09.2013	FINANCE FOR RESIDENTIAL SOCIAL HOUSING 1	2A	Fitch	Downgrade	AA+/ Watch negative	AA
CMBS	Großbritannien FRSH 1					
13.09.2013	OPERA CMH	B	Fitch	Upgrade	CC	B
CMBS	Irland OPERA CMH	C	Fitch	Downgrade	CC	C
12.09.2013	DECO 2005-E1	G	Fitch	Downgrade	A	BB/ Watch negative
CMBS	Diverse DECO 2005-E1X					
12.09.2013	DEDALO FINANCE 1	A	S&P	Downgrade	AA	A-
RMBS	Italien DEDAF 1					
12.09.2013	ECLIPSE 2007-2	C	Fitch	Downgrade	C	D
CMBS	Diverse ECLIP 2007-2X					
09.09.2013	BANCAJA FONDO DE TITULIZACION 10	D	S&P	Downgrade	CCC-	D
RMBS	Spanien BCJAF 10					
06.09.2013	EMC 3	E	S&P	Downgrade	CCC-	CC
CMBS	Großbritannien EMC 3					
06.09.2013	EPIC OPERA ARL2	A	S&P	Downgrade	AA+	AA
CMBS	Großbritannien EPOP ARL2					
06.09.2013	HOLLAND EURO-DENOMINATED MTG BACKED SERIES 11	B	S&P	Downgrade	A+/ Watch negative	A-
RMBS	Niederlande HERME 11	C	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BBB
		D	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	BB

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
06.09.2013	HOLLAND EURO-DENOMINATED MTG BACKED SE-RIES 9	B	S&P	Affirmation	A+/ Watch negative	A+
RMBS	Niederlande	C	S&P	Downgrade	A/ Watch negative	BBB
	HERME 9	D	S&P	Downgrade	BBB/ Watch negative	BB+
06.09.2013	INFINITY SOPR	A	S&P	Downgrade	BBB-	BB
CMBS	Diverse	B	S&P	Downgrade	BB-	B
	INFIN SOPR	C	S&P	Downgrade	B	B-
		E	S&P	Downgrade	B-	CCC+
		F	S&P	Downgrade	CCC+	CCC
		G	S&P	Downgrade	CCC	CCC-
05.09.2013	EUROHOME ITALY MORTGAGES 2007-1	B	S&P	Downgrade	B-	CCC
RMBS	Italien					
	EHMI 2007-1					
30.09.2013	AQUARIUS INVESTMENTS LUXEMBOURG 2011-2	A	S&P	Downgrade	AA-	A+
CDO	Diverse					
	AQUIN 2011-2					
27.09.2013	PANTHER CDO V-A	A2	Fitch	Upgrade	BB	BB+
CDO	Diverse					
	PANTH V-A					
26.09.2013	EURO ATLANTIS CLO 2008-1	A	Moody's	Upgrade	Aa1	Aaa
CLO	Diverse	B	Moody's	Upgrade	A3	Aa2
	EATLS 2008-1X	C	Moody's	Upgrade	Baa3	A3
		D	Moody's	Upgrade	Ba3	Ba2
26.09.2013	FAXTOR ABS 2005-1	A1	Fitch	Upgrade	BBB	A
CDO	Diverse	A2E	Fitch	Upgrade	BB	BB+
	FAXT 2005-1	A2F	Fitch	Upgrade	BB	BB+
26.09.2013	OMEGA CAPITAL INVESTMENTS WAY-1	A1E	S&P	Upgrade	B/ Watch positive	B+
CSO	Diverse					
	OMEGA WAY-1X					
25.09.2013	ADRIANA INFRASTRUCTURE CLO 2008-1	A1	Moody's	Upgrade	A3	Aaa
CLO	Diverse					
	ADIN 2008-1					
25.09.2013	GRESHAM CAPITAL CLO 2006-2	A	S&P	Upgrade	AA+	AAA
CLO	Diverse	AF	S&P	Upgrade	AA+	AAA
	GSHAM 2006-2X	B	S&P	Upgrade	AA	AA+
		C	S&P	Upgrade	A	A+
		D	S&P	Upgrade	BB+	BBB-
23.09.2013	PANTHER CDO V-A	A1	S&P	Downgrade	AA+	AA
CDO	Diverse	A2	S&P	Upgrade	A+	AA-
	PANTH V-A	D	S&P	Upgrade	CCC+	B
		E	S&P	Upgrade	CCC-	CCC+
20.09.2013	HARVEST CLO I	B1	Moody's	Upgrade	Aa3	Aaa
CLO	Diverse	B2	Moody's	Upgrade	Aa3	Aaa
	HARVT IA	C	Moody's	Downgrade	Baa3	A2
		D	Moody's	Upgrade	Ba3	Ba2
		Q	Moody's	Upgrade	Ba3	Ba2
19.09.2013	HOUSE OF EUROPE IV	A1	Fitch	Downgrade	BBB	BB
CDO	Diverse					
	HOEF IV					

Datum	Transaktionsname / Land / Ticker	Klasse	Agentur	Aktion	Von	Auf
17.09.2013	STANTON MBS I I	A1R	S&P	Upgrade	A-	A
CDO	Diverse	A1T	S&P	Upgrade	A-	A
	STNTM I	B	S&P	Upgrade	BB-	BB
13.09.2013	HALCYON STRUCTURED ASSET MANAGEMENT EUROPEAN CLO 2006-I	C	S&P	Downgrade	A-	BBB+
CLO	Diverse	D	S&P	Downgrade	BBB	BB+
	HSAME 2006-IX	E	S&P	Downgrade	BB-	B
13.09.2013	SVG DIAMOND PRIVATE EQUITY 1	B1	Fitch	Upgrade	A+	AA
CDO	Diverse					
	SVG 1A					
13.09.2013	TENZING CFO 1	B2	Fitch	Upgrade	BB	BBB
CFO	Diverse					
	TENZI 1A					
12.09.2013	EUROCREDIT CDO III-A	B	Moody's	Upgrade	A1	Aa2
CDO	Großbritannien	D1	Moody's	Downgrade	B1	B3
	EUROC III-A	D2	Moody's	Downgrade	B1	B3
		E1	Moody's	Downgrade	Caa2	Caa3
		E2	Moody's	Downgrade	Caa2	Caa3
10.09.2013	AYT DEUDA SUBORDINADA FTA 2006-1	A	Fitch	Affirmation	CC/ Watch negative	CC
CDO	Spanien	B	Fitch	Downgrade	CC/ Watch negative	C
	AYTDS 2006-1	C	Fitch	Downgrade	CC/ Watch negative	C
09.09.2013	RHODIUM 1	B	Moody's	Upgrade	A2	Aa2
CDO	Diverse	C	Moody's	Upgrade	Ba1	Baa3
	RHODI 1X					
05.09.2013	CHAPEL 2007	A2	S&P	Downgrade	B+	B
CDO	Niederlande					
	CHAPE 2007					
05.09.2013	DUCHESS III-A	B	S&P	Upgrade	BBB+	AAA
CLO	Diverse	C1	S&P	Upgrade	CCC+	BB+
	DUCHS III-A	C2	S&P	Upgrade	CCC+	BB+
		D1	S&P	Upgrade	CCC-	CCC+
		D2	S&P	Upgrade	CCC-	CCC+
05.09.2013	ESMEE MASTER ISSUER 2009-1	B	Moody's	Upgrade	A2/ Watch positive	Aa3
CLO	Belgien	C	Moody's	Upgrade	Baa2/ Watch positive	A3
	ESMEE 2009-1	D	Moody's	Upgrade	Ba2/ Watch positive	Ba1
02.09.2013	AVOCA CLO VII-A	A1	S&P	Upgrade	AA+	AAA
CLO	Diverse	A2	S&P	Upgrade	AA	AA+
	AVOCA VII-A	A3	S&P	Upgrade	AA	AA+
		B	S&P	Upgrade	A	A+
		C1	S&P	Upgrade	BBB-	BBB+
		C2	S&P	Upgrade	BBB-	BBB+
		R	S&P	Upgrade	B	BB
		T	S&P	Upgrade	B	BB
		V	S&P	Upgrade	AA	AA+
02.09.2013	BBVA PYME FONDO DE TITULIZACION DE ACTIVOS 6	A1	Fitch	Upgrade	BBB+	A-
CLO	Spanien	A2G	Fitch	Upgrade	BBB+	A-
	BBVAP 6					

Quelle: Ratingagenturen, Bloomberg, DZ BANK

IMPRESSUM

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Dr. Cornelius Riese (stv.), Thomas Ullrich, Frank Westhoff
Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft
Verantwortlich: Dr. Jan Holthusen, Leiter Fixed Income Research, Tel.: +49 (0)69 7447 6163, E-Mail: jan.holthusen@dzbank.de
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2013
Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

ZEITLICHE BEDINGUNGEN VORGESEHENER AKTUALISIERUNGEN

AKTIENANALYSEN

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

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

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

BONDANALYSEN, DAS HEISST ANALYSEN ZU UNTERNEHMEN

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

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

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

DERIVATE, ROHSTOFFE UND ASSET ALLOCATION

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

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

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

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

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

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

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

ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Germany

VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN

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

VERGÜTUNG DER ANALYSTEN

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

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

Die DZ BANK und/oder mit ihr verbundene Unternehmen:

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

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

DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

f) Die DZ BANK ist berechtigt, Investment Banking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem/den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand dieser Studie sind. Die Research-Analysten der DZ BANK liefern ebenfalls wichtigen Input für Investment Banking- und andere Verfahren zur Auswahl von Unternehmen. Anleger sollten davon ausgehen, dass die DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften bestrebt sind bzw. sein werden, Investment Banking- oder sonstige Geschäfte von dem bzw. den Unternehmen, die Gegenstand dieser Studie sind, zu akquirieren, und dass die Research-Analysten, die an der Erstellung dieser Studie beteiligt waren, im Rahmen des geltenden Rechts am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. DZ BANK, DZ Financial Markets LLC und/oder deren jeweilige Tochtergesellschaften sowie deren Mitarbeiter halten möglicherweise Positionen in diesen Wertpapieren oder tätigen Geschäfte mit diesen Wertpapieren.

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

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

Dieses Research-Dokument wird US-amerikanischen Investoren durch die DZ BANK gemäß Vorschrift 15a-6 des *Securities and Exchange Act of 1934* zur Verfügung gestellt. Im Falle von Aktienresearch geschieht dies in Kooperation mit Auerbach Grayson and Company, Inc., ein in den USA registrierter Broker-Dealer („Auerbach“). Die Verteilung an US Investoren erfolgt entweder durch Auerbach, entsprechend der

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

3.a) **Spezifische Angaben für Großbritannien:** Die DZ BANK unterliegt hinsichtlich ihrer Verhaltens- und Organisationspflichten der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Soweit allerdings dieses Dokument in Großbritannien verteilt wird, darf es nur an berechnete Gegenparteien (*Eligible Counterparties*) und professionelle Kunden (*Professional Clients*) entsprechend der Definition dieser Begriffe in den FSA (*Financial Services Authority*) Regularien verteilt und an diese gerichtet sein (diese Personen werden folgend als „relevante Personen“ bezeichnet). Keine anderen als die relevanten Personen sollen auf der Grundlage dieses Dokuments handeln oder darauf vertrauen. Jede Investitionen oder Investmentaktivität, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur relevanten Personen zur Verfügung und nur relevante Personen können diese Investitionen tätigen.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FIXED INCOME RESEARCH: VERÄNDERTE ANLAGEURTEILE DER LETZTEN 12 MONATE

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

VERANTWORTLICH

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

AUTOR(EN) UND ERSTELLER

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

ANSPRECHPARTNER

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