

Woche im Fokus

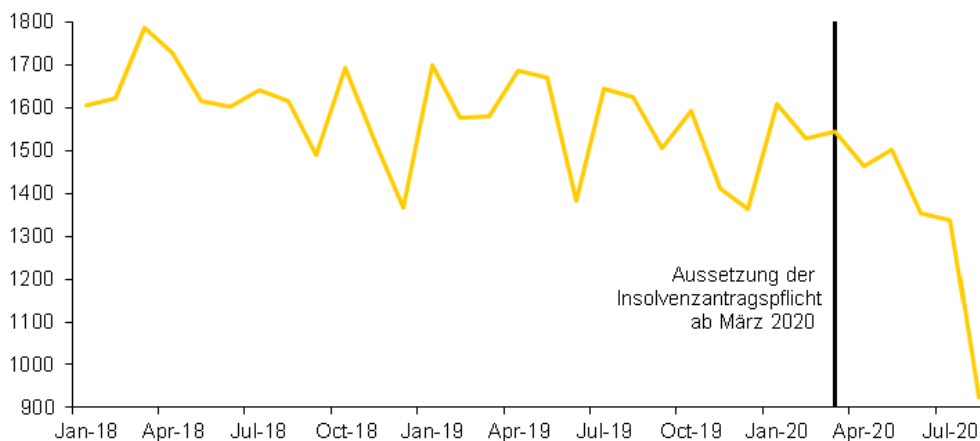
25. September 2020

Wie hoch wird die Pleitewelle?

Ab Anfang Oktober gilt für die meisten insolventen Unternehmen wieder die übliche Anzeigepflicht. Wir zeigen, warum wir für die deutsche Wirtschaft als Ganzes keinen Pleite-Tsunami erwarten. **Seite 2**

Weniger Insolvenzen im dritten Quartal 2020

Zahl der Unternehmensinsolvenzen je Monat, Juli/August: Schätzung basierend auf Insolvenzbekanntmachungen



Quellen: Statistisches Bundesamt, Commerzbank-Research

Ausblick auf die Woche vom 28. September bis 2. Oktober 2020

Konjunkturdaten: Im dritten Quartal ist die US-Wirtschaft wohl mit einem Rekordtempo gewachsen. **Seite 9**

Anleihenmärkte: Bei Bunds sollte die nachlassende Sicherheitsnachfrage zu einem moderaten Renditeanstieg führen. **Seite 12**

Devisenmärkte: Der US-Dollar erweist sich als bevorzugter sicherer Währungshafen wegen der zweiten Viruswelle in Europa. Doch politische Risiken begrenzen sein Aufwertungspotential. **Seite 13**

Aktienmärkte: Je länger die US-Notenbank ihre sehr expansive Geldpolitik fortsetzt, desto länger könnte die Bewertung von US-Technologieaktien auf einem hohen Niveau bleiben. **Seite 14**

Rohstoffmärkte: Die Ölpreise dürften unter Druck geraten, sollte die OPEC+ im September zu viel produziert haben. **Seite 15**

Chefvolkswirt:

Dr. Jörg Krämer

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

Editor:

Dr. Ralph Solveen

+49 69 136 22322

ralph.solveen@commerzbank.com

Wie hoch wird die Pleitewelle?

Dr. Jörg Krämer

Tel: +49 69 136 23650

Dr. Marco Wagner

Tel: +49 69 136 84335

Ab Anfang Oktober gilt für die meisten insolventen Unternehmen wieder die übliche Anzeigepflicht. Wir zeigen, warum wir für die deutsche Wirtschaft als Ganzes keinen Pleite-Tsunami erwarten.

Die Schonfrist endet Ende September

Um die wirtschaftlichen Folgen von Corona abzumildern, hat die Bundesregierung zahlreiche Maßnahmen beschlossen. Dazu gehört die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht. Laut Gesetz vom 27. März wurde sie bis Ende September ausgesetzt, falls eine Insolvenz durch die Corona-Epidemie verursacht ist und die Aussicht besteht, eine Zahlungsunfähigkeit zu vermeiden. Vergangene Woche hat der Bundestag die Aussetzung bis zum Jahresende verlängert. Allerdings gilt das nur für Unternehmen, die überschuldet, aber nicht zahlungsunfähig sind. Unternehmen, die nach dem Auslaufen der bisherigen Regelung Ende September akut zahlungsunfähig sind, müssen also wieder einen Insolvenzantrag stellen.

Da die akute Zahlungsunfähigkeit verglichen mit der drohenden Zahlungsunfähigkeit oder der Überschuldung mit einem Anteil von über 90% der dominierende Insolvenzgrund ist [1], dürfte für die meisten von der Insolvenz bedrohten Unternehmen ab 1. Oktober wieder die Pflicht zur Anzeige einer Insolvenz bestehen. Die viel diskutierte Insolvenzwelle müsste also im Oktober beginnen anzurollen.

Warum sind die Insolvenzen im Sommerhalbjahr gefallen?

Dass es zu einem Nachholen unterlassener Insolvenzanträge kommen wird, legt die ungewöhnliche Entwicklung der Insolvenzzahlen seit März nahe. Statt nämlich zu steigen oder wie 2019 zumindest weitgehend stabil zu bleiben, ist die Zahl der Unternehmensinsolvenzen seit Aussetzung der Anzeigepflicht nach Daten des Statistischen Bundesamtes bis August deutlich gefallen (Titelgrafik). Wir schätzen, dass die Insolvenzen im dritten Quartal im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um annähernd 30% gesunken sind.

Dieser starke Rückgang der Pleiten widerspricht dem beispiellosen wirtschaftlichen Einbruch und deutet darauf hin, dass auch solche Unternehmen die Aussetzung der Anzeigepflicht genutzt haben, die eigentlich nicht unter die Ausnahmeregelung fallen. Eine Rolle könnte auch gespielt haben, dass die Gerichte wegen Corona weniger Fälle bearbeiten konnten.

Wie stark fällt der Nachholeffekt aus?

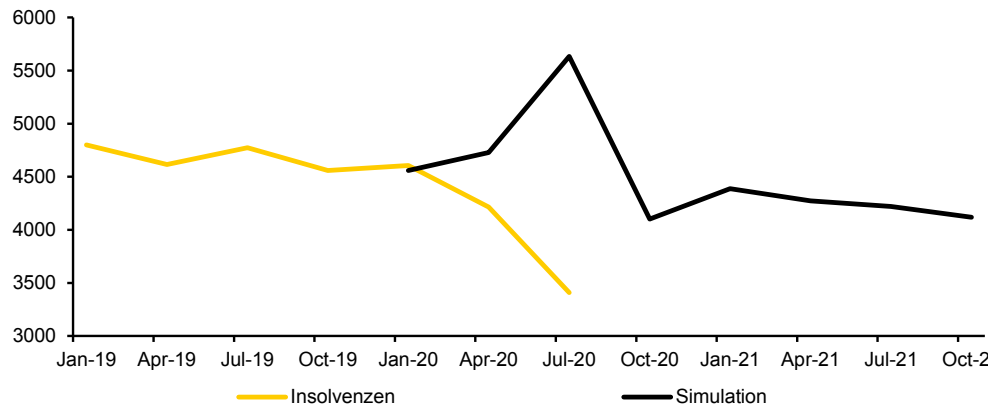
Um das Ausmaß der nachzuholenden Insolvenzen abzuschätzen, müssen wir eine Vorstellung davon entwickeln, wie sich die Insolvenzen von Anfang April bis Ende September ohne Aussetzung der Anzeigepflicht entwickelt hätten.

Dazu haben wir ein statistisches Modell entwickelt, das die Zahl der Insolvenzen mit der Konjunktur erklärt (siehe Kasten). Daten zur Bilanzqualität haben wir in dem Modell nicht berücksichtigen können, weil sie im Zeitablauf keinen stabilen Zusammenhang mit den Insolvenzen aufwiesen.

Laut Modell hätte die Zahl der Insolvenzen im zweiten gegenüber dem ersten Quartal leicht auf 4.730 und im dritten Quartal kräftig um 33% auf 5.630 steigen müssen (Grafik 1). Insgesamt wäre im Sommerhalbjahr ein Anstieg von 1.150 zu erwarten. Tatsächlich ist die Zahl aber um 1.590 gefallen. Das bedeutet, dass von Oktober an laut Modellschätzung 2.740 Insolvenzverfahren nachzuholen sind.

Grafik 1: Die Insolvenzen sinken anstatt deutlich zu steigen

Zahl der Unternehmensinsolvenzen je Quartal, Q3: Schätzung auf Basis der Insolvenzbekanntmachungen; ab Q1 2020: Simulation auf Basis des Commerzbank-Insolvenz-Schätzmodells



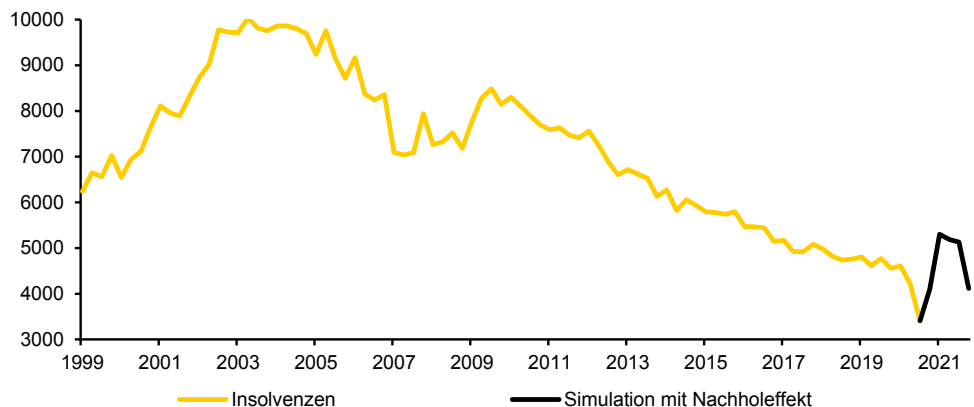
Quelle: Statistisches Bundesamt, Commerzbank-Research

Allerdings dürfte diese Zahl nicht schlagartig in der Statistik auftauchen. Denn dort wird eine Insolvenz erst berücksichtigt, wenn ein Gericht darüber entschieden hat, ob es ein Insolvenzverfahren eröffnet oder dieses mangels Masse abweist. Wegen der zu erwartenden Flut an Insolvenzanträgen werden die Gerichte für diese Entscheidungen mehr Zeit als üblich benötigen. Deshalb gehen wir davon aus, dass sich die Insolvenzwelle in der Statistik bis in das dritte Quartal 2021 hinein erstrecken wird. Danach sollte die Zahl der Insolvenzen wegen der Erholung der Wirtschaft wieder sinken.

Wie Grafik 2 zeigt, dürften die Insolvenzen in den kommenden Quartalen trotz des massiven wirtschaftlichen Einbruchs bei weitem nicht so stark steigen wie Anfang des Jahrtausends nach dem Platzen der Aktienmarktblase. Die anrollende Insolvenzwelle dürfte eher der vergleichsweise moderaten Entwicklung nach der Finanzkrise vor gut zehn Jahren entsprechen.

Grafik 2: Anrollende Insolvenzwelle weit weniger dramatisch als Anfang der 2000er Jahre

Zahl der Unternehmensinsolvenzen je Quartal, Q3 2020: Schätzung auf Basis der Insolvenzbekanntmachungen; ab Q4 2020: Simulation auf Basis des Commerzbank-Insolvenz-Modells einschließlich der Nachholeffekte aus Q2 und Q3 2020



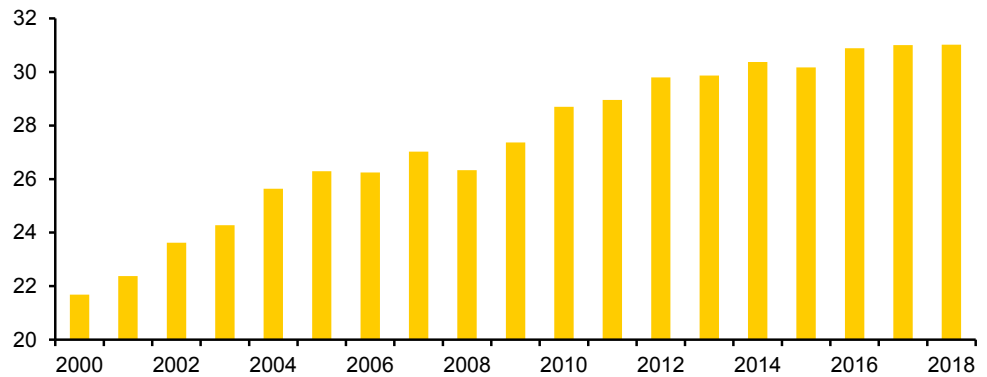
Quelle: Statistisches Bundesamt, Commerzbank-Research

Gute Bilanzen sprechen gegen hohe Pleitewelle

Dass die Pleitewelle verglichen mit der vor zwanzig Jahren niedrig ausfallen dürfte, liegt daran, dass die deutschen Unternehmen die Qualität ihrer Bilanzen spürbar verbessert haben. Das zeigen die von der Bundesbank regelmäßig ausgewerteten mehr als 130.000 Jahresabschlüsse. Demnach ist die Eigenkapitalquote seit Beginn des Jahrtausends von knapp 22% bis 2018 auf 31% gestiegen – neuere Daten liegen noch nicht vor (Grafik 3). Dies ermöglicht es den Unternehmen, wirtschaftliche Härten abzufedern. Dazu passt, dass sie nur in geringem Maße KfW-Kredite gezogen haben, obwohl sie sie zu Beginn der Corona-Krise vorsichtshalber in großem Umfang beantragt hatten.

Grafik 3: Mehr Widerstandsfähigkeit dank gestiegener Eigenkapitalquoten

Eigenmittel, in Prozent der Bilanzsumme



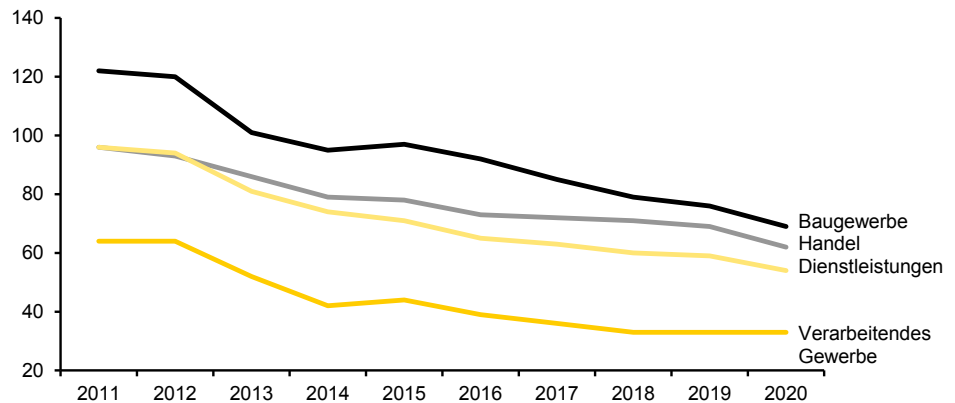
Quelle: Bundesbank, Commerzbank-Research

Welche Branchen es vor allem treffen könnte

Was die Branchen anbelangt, dürften Unternehmen aus dem Baugewerbe wie in der Vergangenheit auch in den kommenden Monaten häufiger von Insolvenzen betroffen sein, auch wenn die Baukonjunktur gut läuft. Die Zahl der Insolvenzen je 10.000 Unternehmen ist auch im Handel und Dienstleistungsbereich üblicherweise höher als im verarbeitenden Gewerbe (Grafik 4). Diesmal sollten besonders solche Unternehmen von Pleiten getroffen sein, die die Menschen aus Angst vor Ansteckung meiden. Das gilt beispielsweise für Restaurants, Reisebüros, Messebauer etc.

Grafik 4: Im Baugewerbe stets höchste Insolvenzquote

Zahl der Unternehmensinsolvenzen nach Wirtschaftsbereichen, je 10.000 Unternehmen des jeweiligen Bereichs



Quelle: Creditreform, Commerzbank-Research

Was bedeutet das alles für die Konjunktur?

Auch wenn wir keine große Pleitewelle wie vor zwanzig Jahren erwarten, behindern Unternehmensinsolvenzen natürlich die konjunkturelle Erholung. Schließlich verlieren Menschen ihre Arbeitsplätze und haben solange weniger Geld zum Konsumieren, bis sie einen neuen Job gefunden haben. Aber dieser Effekt ist nach jeder Rezession zu beobachten und erklärt neben anderen Faktoren, warum es wirtschaftlich langsamer nach oben geht, als es in der Rezession zuvor nach unten ging, es also keine V-förmige Erholung gibt.

Kasten: Welche Insolvenzzahlen die Rezession nahelegt

Um das Ausmaß der drohenden Insolvenzwelle zu bestimmen, schätzen wir folgendes Modell, das verschiedene statistische Tests nahelegen:

$$I_t = a + b \cdot I_{t-1} + c \cdot BIP_{t-1} + e_t$$

Dabei verwenden wir Quartalszahlen und als Variablen grundsätzlich die prozentuale Veränderung gegenüber der Vorperiode. Wir erklären also die Veränderung der Insolvenzen (I_t) durch die Insolvenzen des vorherigen Quartals sowie die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts aus dem Vorquartal (BIP_{t-1}). Eine Konstante (a) und ein Störterm (e_t)

vervollständigen das Modell. Unsere Schätzung über den Zeitraum von Q1 2000 bis Q4 2019 liefert folgende Ergebnisse:

$$I_t = -0,66 - 0,36 \cdot I_{t-1} - 2,17 \cdot \text{BIP}_{t-1}$$

Die Regressionskoeffizienten sind statistisch signifikant und das Modell hat einen Erklärungsgehalt (R_2) von 30%. Die Schätzergebnisse legen nahe, dass ein Rückgang des Wirtschaftswachstums um 1 Prozentpunkt die Quartalsrate der Insolvenzen um 2 Prozentpunkte steigen lässt.

[1] Das Statistische Bundesamt veröffentlicht keine Daten zu den Insolvenzgründen. Aber laut einer [Veröffentlichung des Statistischen Landesamtes Baden-Württemberg](#) hatten 2019 96,5% der insolventen Unternehmen eine eingetretene Zahlungsunfähigkeit. ([Zurück zum Text.](#))

Research-Kontakte (E-Mail: vorname.nachname@commerzbank.com)

Dr. Jörg Krämer
Chefvolkswirt
+49 69 136 23650

Economic Research

Dr. Jörg Krämer (Leiter)
+49 69 136 23650

Dr. Ralph Solveen (stv. Leiter,
Deutschland)
+49 69 136 22322

Dr. Christoph Balz (USA, Fed)
+49 69 136 24889

Peter Dixon (Großbritannien,
BoE)
+44 20 7475 4806

Dr. Michael Schubert (EZB)
+49 69 136 23700

Eckart Tuchtfeld (Politik
Deutschland)
+49 69 136 23888

Dr. Marco Wagner (Deutschland,
Italien)
+49 69 136 84335

Bernd Weidensteiner (USA, Fed)
+49 69 136 24527

Christoph Weil (Euroraum,
Frankreich,
Schweiz)
+49 69 136 24041

Hao Zhou (EM)
+65 6311 0166

Zins und Credit Research

Christoph Rieger (Leiter)
+49 69 136 87664

Michael Leister (Leiter Zinsen)
+49 69 136 21264

Rainer Guntermann
+49 69 136 87506

Cem Keltok
+49 69 136 45814

Ted Packmohr
(Leiter Cov. Bonds und Financials)
+49 69 136 87571

Marco Stöckle
(Leiter Credit)
+49 69 136 82114

FX- & EM-Research

Ulrich Leuchtmann (Leiter)
+49 69 136 23393

Thu-Lan Nguyen (G10)
+49 69 136 82878

Antje Praefcke (G10)
+49 69 136 43834

Lutz Karpowitz (EM)
+49 69 136 42152

Elisabeth Andreae (EM)
+49 69 136 24052

Alexandra Bechtel (EM)
+49 69 136 41250

Tatha Ghose (EM)
+44 20 7475 8399

Charlie Lay (EM)
+65 63 110111

You-Na Park (EM)
+49 69 136 42155

Melanie Fischinger (EM)
+49 69 136 23245

Commodity Research

Eugen Weinberg (Leiter)
+49 69 136 43417

Daniel Briesemann
+49 69 136 29158

Carsten Fritsch
+49 69 136 21006

Dr. Michaela Kuhl
+49 69 136 29363

Barbara Lambrecht
+49 69 136 22295

Cross Asset Strategie

Alexander Krämer (Leiter)
+49 69 136 22982

Andreas Hürkamp (Equity Strategy)
+49 69 136 45925

Markus Wallner (Equity Strategy)
+49 69 136 21747

Weitere Publikationen (in Auszügen)

- Economic Research:** Economic Briefing (zeitnahe Kommentierung wichtiger Indikatoren und Ereignisse)
Economic Insight (Umfassende Analyse ausgewählter Themen)
Konjunktur und Finanzmärkte (Chart-Buch, das monatlich unser weltwirtschaftliches Bild darstellt)
- Commodity Research:** TagesInfo Rohstoffe (tägliches Kommentar zu Edelmetallen und Industriemetallen sowie zum Energiemarkt)
Rohstoffe kompakt (wöchentliche Analyse zu Energie-, Metall- und Agrarmärkten)
- Zins und Credit Research:** Ahead of the Curve (Flaggschiffpublikation mit Analysen und Strategien für die globalen Rentenmärkte)
European Sunrise (tägliches Marktkommentar für die Europäischen Rentenmärkte)
Covered Bond Weekly (wöchentliche Übersicht und Analysen für die Covered Bond-Märkte)
Rates Radar (ad-hoc Specials und Handelsideen für die Rentenmärkte)
Credit Note (Handlungsempfehlungen für institutionelle Investoren)
- FX Strategy:** Tagesinfo Devisen (Tageskommentar und -ausblick für die Devisenmärkte)
FX Hotspot (zeitnahe Kommentierung wichtiger Ereignisse für den Devisenmarkt)
- Aktienstrategie:** Monthly Equity Monitor (monatliche Publikation zu Gewinnen, Bewertung und Sentiment an den Aktienmärkten)
Digging in Deutschland (Themenresearch mit dem Fokus auf den deutschen Aktienmarkt)
- Cross Asset:** Cross Asset Monitor (wöchentliche Marktübersicht inklusive Sentiment- und Risikoindikatoren)
Cross Asset Outlook (monatliche Analyse der globalen Finanzmärkte mit taktischer Assetallokation)
Cross Asset Feature (Spezialstudien zu Assetklassen übergreifenden Themen)

Für den Bezug der aufgeführten Publikationen wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenbetreuer.

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 25/9/2020 07:33 CEST fertiggestellt und am 25/9/2020 07:33 CEST verbreitet wurde.

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Research im Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank verantwortlich. Die Commerzbank AG ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert.

Sofern diese Ausarbeitung eine Analyse eines oder mehrerer Beteiligungspapiere enthält, sei darauf hingewiesen, dass die Verfasser bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) ist (sind) nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert. Solche Research-Analysten sind möglicherweise keine assoziierten Personen der Commerz Markets LLC und unterliegen daher möglicherweise nicht den Einschränkungen der FINRA Rule 2241 in Bezug auf die Kommunikation mit einem betroffenen Unternehmen, öffentliche Auftritte und den Handel mit Wertpapieren im Bestand eines Analysten.

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Kurse der in diesem Dokument erwähnten Wertpapiere auf den Schlusskurs oder Spread des letzten Handelstages, die Schwankungen unterliegen können.

Mögliche Interessenkonflikte

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der Commerzbank AG, ihrer Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen („Commerzbank“) und Mitarbeitern in Bezug auf die Emittenten oder Finanzinstrumente; die in diesem Dokument analysiert werden, zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt diesem Dokument vorangegangenen Monats*:

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link: <https://commerzbank.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>*

*Die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu 10 Tage nach Monatsende erfordern.

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unverbundenen Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Prognosen oder Kursziele für die in diesem Dokument genannten Unternehmen bzw. Wertpapiere aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Die Commerzbank und/oder ihre verbundenen Unternehmen dürfen als Market Maker in den(m) Instrument(en) oder den entsprechenden Derivaten handeln, die in unseren Research-Studien genannt sind. Mitarbeiter der Commerzbank oder ihrer verbundenen Unternehmen dürfen unseren Kunden und Geschäftseinheiten gegenüber mündlich oder schriftlich Kommentare abgeben, die von den in dieser Studie geäußerten Meinungen abweichen. Die Commerzbank darf Investmentbanking-Dienstleistungen für in dieser Studie genannte Emittenten ausführen oder anbieten.

Weder die Commerzbank noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.

Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, die in diesem Dokument erwähnt werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Commerzbank. Die Commerzbank übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugängliche Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Commerzbank auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten.

Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

Deutschland: Die Commerzbank AG ist im Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 32000 eingetragen. Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main und der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland.

Großbritannien: Dieses Dokument wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und von der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt nur in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Einzelheiten über den Umfang der Genehmigung und der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority erhalten Sie auf Anfrage. Diese Ausarbeitung richtet sich ausschließlich an „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“. Sie richtet sich nicht an „Retail Clients“. Ausschließlich „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“ ist es gestattet, die Informationen in dieser Ausarbeitung zu lesen oder sich auf diese zu beziehen. Commerzbank AG, Filiale London bietet nicht Handel, Beratung oder andere Anlagendienstleistungen für „Retail Clients“ an.

USA: Die Commerz Markets LLC („Commerz Markets“) hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die Commerz Markets, Swaptransaktionen über die Commerzbank AG abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischen Recht können Informationen, die Commerz Markets-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb

des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Sofern dieses Dokument zur Verteilung in den USA freigegeben wurde, ist es ausschließlich nur an "US Institutional Investors" und "Major Institutional Investors" gerichtet, wie in Rule 15a-6 unter dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Commerz Markets ist Mitglied der FINRA und SIPC. Derivatetransaktionen mit US-Personen sind nach den Bestimmungen des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act durchzuführen.

Kanada: Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektspflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Soweit die Inhalte dieses Dokuments sich auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, dürfen Geschäfte in solchen Wertpapieren nicht durch Commerz Markets LLC getätigt werden. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

Europäischer Wirtschaftsraum: Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London.

Singapur: Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren oder akkreditierten Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin erörterten Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

Hongkong: Dieses Dokument wird in Hongkong von der Commerzbank AG, Filiale Hongkong, zur Verfügung gestellt und darf dort nur von „professionellen Anlegern“ im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen sowie von Personen, deren gewöhnliche Geschäftstätigkeit im Kauf oder Verkauf von Aktien oder Schuldverschreibungen besteht, entgegengenommen werden.

Japan: Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Section 2(31) des FIEA und Section 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Section 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. Nicht alle Finanz- oder anderen Instrumente, auf die in diesen Informationen Bezug genommen wird, sind in Japan verfügbar. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an den Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG.

Australien: Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

Volksrepublik China (VRC): Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für Institute bestimmt, die Finanztransaktionen durchführen dürfen. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Derivatetransaktionen von VRC-Personen dürfen nur von VRC-Finanzinstituten eingegangen werden, denen Derivategeschäfte in der VRC gestattet sind und die alle notwendigen aufsichtsrechtlichen Genehmigungen in der VRC eingeholt haben.

© Commerzbank AG 2020. Alle Rechte vorbehalten. Version 9.27

Commerzbank Firmenkunden

Frankfurt	London	New York	Singapore	Hong Kong
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus	PO BOX 52715	225 Liberty Street, 32nd floor,	71, Robinson Road, #12-01	15th Floor, Lee Garden One
Mainzer Landstraße 153	30 Gresham Street	New York,	Singapore 068895	33 Hysan Avenue,
60327 Frankfurt	London, EC2P 2XY	NY 10281-1050		Causeway Bay
				Hong Kong
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000	Tel: +852 3988 0988