

Woche im Fokus

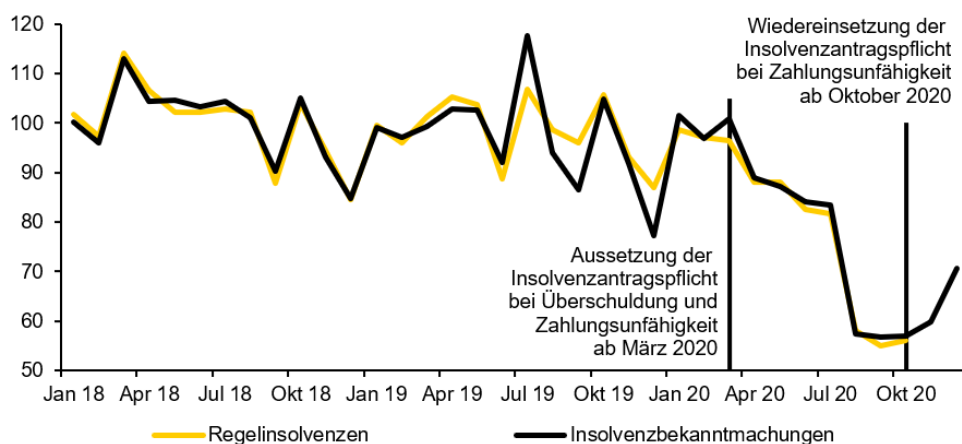
22. Januar 2021

Pleitewelle – ein Update

Im Dezember ist die Zahl der Unternehmenspleiten in Deutschland zum ersten Mal seit langem deutlich gestiegen. Außerdem dürfte der zweite Lockdown die Wirtschaft im ersten Quartal erneut schrumpfen lassen. Wir aktualisieren unsere Schätzung, wie hoch die Pleitewelle ausfallen dürfte. **Seite 2**

Beginnt jetzt die Pleitewelle?

Unternehmensinsolvenzen und Insolvenzbekanntmachungen je Monat, Index 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt, Commerzbank-Research

Fed überlässt der Fiskalpolitik das Feld: Weil der neue US-Präsident ein zusätzliches Konjunkturprogramm angekündigt hat, kann die Fed bei der Bekämpfung der Krise erst einmal zur Seite treten. Wir erwarten auf der geldpolitischen Sitzung nächste Woche keine neuen Maßnahmen. **Seite 5**

Ausblick auf die Woche vom 25. bis 29. Januar 2021

Konjunkturdaten: Während die US-Wirtschaft im letzten Quartal wohl weiter gewachsen ist, erwarten wir für den Euroraum deutlich schwächere Zahlen. **Seite 9**

Anleihenmärkte: Die zehnjährige Bundrendite dürfte kommende Woche unter -0,5% bleiben; die Spreads von Unternehmensanleihen werden sich wohl weiter einengen. **Seite 11**

Devisenmärkte: Der US-Dollar könnte kurzfristig von positiven Wirtschaftsdaten und einer optimistischeren Fed Rückenwind erhalten. Wir bleiben aber dabei, dass die Dollar-Stärke bereits zum Ende des Jahres wieder korrigiert wird. **Seite 12**

Aktienmärkte: Die anhaltende Skepsis der Analysten erhöht die Chance, dass die Ergebnisse vieler Unternehmen im vierten Quartal 2020 wieder die Erwartungen übertreffen werden. **Seite 13**

Rohstoffmärkte: Die höhere OPEC-Produktion im Januar sollte den Ölpreis nicht belasten, weil Saudi-Arabien im Februar den Ölhahn wieder zudrehen wird. **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

Pleitewelle – ein Update

Dr. Jörg Krämer

Tel: +49 69 136 23650

Dr. Marco Wagner

Tel: +49 69 136 84335

Im Dezember ist die Zahl der Unternehmenspleiten zum ersten Mal seit langem deutlich gestiegen. Außerdem dürfte der zweite Lockdown die Wirtschaft im ersten Quartal erneut schrumpfen lassen. Wir nehmen das zum Anlass, um unsere Schätzung der Zahl der Insolvenzen zu aktualisieren. Wir rechnen weiter mit einer Pleitewelle, die aber bei weitem nicht so hoch ausfallen dürfte wie der Pleite-Tsunami nach dem Platzen der Aktienblase vor 20 Jahren.

Nachdem die Zahl der Unternehmensinsolvenzen viele Monate in Folge gefallen war, ist sie im Dezember gegenüber November überraschend um 18% nach oben geschneilt (siehe Titelgrafik). Ist das schon der Beginn der Pleitewelle, vor dem sich viele fürchten? Die heftigen Bewegungen der Insolvenzzahlen lassen sich nicht interpretieren, ohne die jüngsten Änderungen im Insolvenzrecht zu kennen:

- Laut Gesetz zur vorübergehenden Aussetzung der Insolvenzantragspflicht mussten die Unternehmen vom 27. März bis Ende September 2020 eine Insolvenz nicht mehr anzeigen, falls sie durch die Corona-Epidemie verursacht war und die Aussicht bestand, eine Zahlungsunfähigkeit zu vermeiden. Das Vorliegen dieser Bedingungen galt als erfüllt, wenn das Unternehmen am 31. Dezember 2019 nicht zahlungsunfähig war. Dieses weitgehende Aussetzen der Anzeigepflicht bis Ende September sollte einen Corona bedingten Anstieg der Insolvenzen verhindern. Aber tatsächlich lag die Zahl der Unternehmenspleiten im dritten Quartal 27% unter dem Vorjahresstand. Offensichtlich haben auch solche Unternehmen die Aussetzung der Anzeigepflicht genutzt, die eigentlich nicht unter die Ausnahmeregelung fallen. Eine Rolle könnte auch gespielt haben, dass die Richter wegen Corona bedingter Beschränkungen weniger Insolvenzverfahren eröffnen und an die statistischen Ämter melden konnten.
- Vom 1. Oktober bis 31. Dezember 2020 war nur noch die Anzeigepflicht für den Insolvenzgrund der Überschuldung ausgesetzt. Unternehmen, die nach dem Auslaufen der bisherigen Regelung Ende September akut zahlungsunfähig sind, mussten 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, wurde für die meisten von der Insolvenz bedrohten Unternehmen die Pflicht zur Anzeige einer Insolvenz am 1. Oktober wieder eingeführt. Das dürfte der Grund für den starken Anstieg der Insolvenzen im Dezember sein, wenn man bedenkt, dass die Gerichte vom Zeitpunkt der Antragstellung in der Regel anderthalb Monate benötigen, um das Verfahren zu eröffnen.
- Seit 1. Januar ist die Anzeigepflicht wegen der zweiten Corona-Welle wieder etwas gelockert worden. Unternehmen müssen eine Insolvenz nicht mehr anzeigen, wenn sie vom 1. November 2020 bis zum 31. Dezember 2020 Finanzhilfen im Rahmen staatlicher Hilfsprogramme zur Abmilderung der Pandemie-Folgen beantragt haben und diese Hilfen eine Zahlungsunfähigkeit oder eine Überschuldung verhindern. Da sich die Hilfsprogramme von November vor allem an kleine Unternehmen richten, ist die Anzeigepflicht nur für diese Unternehmen faktisch ausgesetzt.

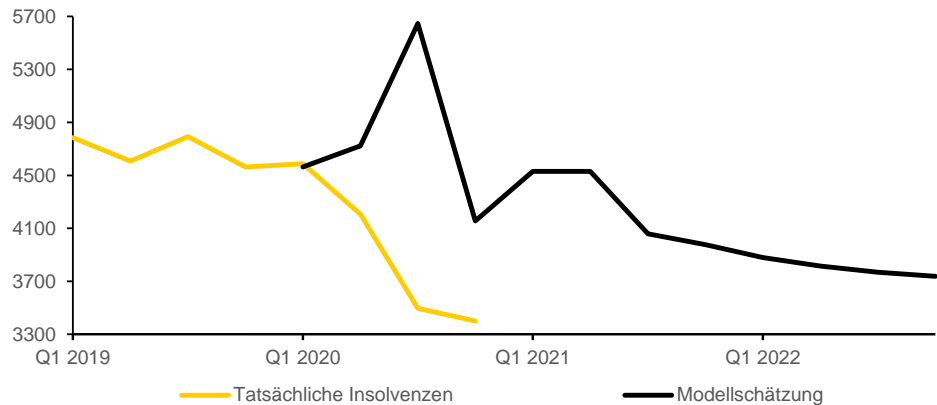
Wie stark fällt der Nachholeffekt aus?

Mit den ökonomischen Rahmenbedingungen lässt sich der starke Rückgang der Insolvenzen im Sommerhalbjahr nicht erklären; sie dürften nachgeholt werden, wenn die Pandemie abklingt und die vor der Krise übliche Anzeigepflicht wieder eingeführt wird.

Um das Ausmaß der nachzuholenden Insolvenzen abzuschätzen, müssen wir eine Vorstellung davon entwickeln, wie sich die Insolvenzen seit Anfang April ohne eine Aussetzung der Anzeigepflicht entwickelt hätten. Dazu haben wir ein statistisches Modell entwickelt, das die Zahl der Insolvenzen mit der Konjunktur erklärt (siehe Kasten). Ohne eine Aussetzung der Insolvenzantragspflicht hätte die Zahl der Insolvenzen laut Modell im zweiten Quartal leicht und im dritten Quartal kräftig steigen müssen (Grafik 1). Die Lücke zwischen der laut Modell geschätzten und den tatsächlichen Insolvenzen beträgt vom zweiten bis vierten Quartal 2020 beachtliche 3.500 Fälle. Diese nicht erfolgten Insolvenzen dürften in diesem Jahr nachgeholt werden.

Grafik 1: Insolvenzen hätten 2020 kräftig steigen müssen

Zahl der Unternehmensinsolvenzen je Quartal, Q4: Schätzung auf Basis der Insolvenzbekanntmachungen; ab Q1 2021: Modellschätzung auf Basis des Commerzbank-Insolvenz-Schätzmodells



Quelle: Statistisches Bundesamt, Commerzbank-Research

Wie hoch ist der Effekt des zweiten Lockdowns?

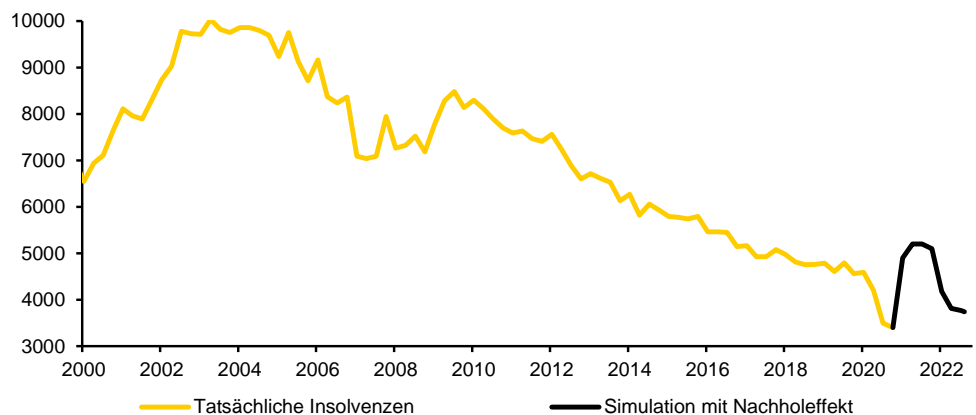
Auch ohne die nachzuholenden Insolvenzen aus 2020 dürfte die Zahl der Unternehmenspleiten in der ersten Hälfte dieses Jahres anziehen. Denn die seit Oktober 2020 wieder gestiegenen Corona-Infektionen haben die Regierung veranlasst, einen Lockdown zu verhängen, der am Dienstag bis Mitte Februar verlängert wurde und wegen des langsamen Impfens wohl mindestens bis Ende März in Kraft bleiben dürfte. Vor diesem Hintergrund rechnen wir für das erste Quartal mit einem erneuten Einbruch des Bruttoinlandsprodukts. Weil das Minus gegenüber dem vierten Quartal mit knapp -2% aber deutlich geringer ausfallen sollte als beim ersten Lockdown (-8%), dürften die Insolvenzzahlen im ersten Halbjahr 2021 laut unserem Modell nicht rasant steigen (Grafik 1).

Der Gesamteffekt: Welle aber kein Tsunami

Alles in allem wird die Zahl der Unternehmensinsolvenzen im gesamten Jahr 2021 laut Modellschätzung um rund 4.000 auf 20.000 steigen (Grafik 2). Tatsächlich dürfte der Anstieg höher ausfallen. Denn die vielen kleinen Dienstleistungsunternehmen wie Hotels, Restaurants, Kneipen, Reisebüros, Bekleidungsgeschäfte etc. haben bereits in normalen Zeiten ein viel höheres Pleiterisiko als etwa der klassische industrielle Mittelstand und sind jetzt wegen des Lockdowns viel stärker vom Konjunkturerinbruch getroffen als andere Branchen.

Grafik 2: Kein Insolvenz-Tsunami

Zahl der Unternehmensinsolvenzen je Quartal, Q4 2020: Schätzung auf Basis der Insolvenzbekanntmachungen; ab Q1 2021: Simulation auf Basis des Commerzbank-Insolvenz-Modells einschließlich der Nachholeffekte aus Q2, Q3 und Q4 2020



Quelle: Statistisches Bundesamt, Commerzbank-Research

Trotz der Aufwärtsrisiken dürfte die anrollende Pleitewelle bei weitem nicht so stark werden wie Anfang des Jahrtausends nach dem Platzen der Aktienmarktblase. Sie ähnelt eher der Entwicklung nach der Finanzkrise vor gut zehn Jahren. Wir rechnen mit einer Pleitewelle, aber nicht mit einem Tsunami.

Der Anstieg der Insolvenzen wird nicht abrupt im ersten Quartal in den Statistiken auftauchen, sondern sich über das gesamte Jahr hinweg verteilen. Denn eine Insolvenz wird statistisch erst dann berücksichtigt, wenn ein Gericht darüber entschieden hat, ob es ein Verfahren eröffnet oder mangels Masse abweist. Wegen der zu erwartenden Flut an Insolvenzanträgen werden die Gerichte wohl mehr Zeit als die üblichen anderthalb bis zwei Monate benötigen. Wir gehen davon aus, dass sich die Insolvenzwelle über das gesamte Jahr 2021 erstrecken wird.

Die Unternehmen haben bessere Bilanzen als vor 20 Jahren

Dass wir keinen Insolvenz-Tsunami erwarten, liegt vor allem daran, dass viele Unternehmen die Qualität ihrer Bilanzen in den zurückliegenden zwanzig Jahren spürbar verbessert haben. Die von der Bundesbank regelmäßig ausgewerteten mehr als 130.000 Jahresabschlüsse zeigen, dass die Unternehmen ihre Eigenkapitalquote seit Beginn des Jahrtausends von 22% bis 2019 auf 32% erhöht haben – neuere Daten liegen noch nicht vor. Dadurch können sie wirtschaftliche Härten besser abfedern.

Insolvenzwelle verhindert nicht starke wirtschaftliche Erholung

Natürlich behindern steigende Insolvenzen eine konjunkturelle Erholung, auch wenn wir nicht mit einem Pleite-Tsunami wie vor zwanzig Jahren rechnen. Schließlich verlieren Menschen ihre Arbeitsplätze und müssen ihren Konsum zurückfahren. Aber diese dämpfenden Konjunkturreffekte einer Pleitewelle sind gering verglichen mit der wirtschaftlichen Dynamik, die sich ab dem Frühjahr entfalten dürfte, wenn sich die Pandemie wegen der höheren Temperaturen zurückzieht und der Lockdown schrittweise aufgehoben wird. Denn dann bricht sich die Lebenslust wieder Bahn, und die Menschen konsumieren wieder. Das gilt umso mehr, als die Deutschen wegen der Schließung der Geschäfte und anderer Einschränkungen ihre Sparquote 2020 von 10,9% auf 16,3% erhöht haben. Diese Corona-Ersparnisse beliefen sich Ende des vierten Quartals also schätzungsweise auf fast 5½% des jährlich verfügbaren Einkommens. Alleine die Rückkehr der Sparquote auf ihr altes Niveau wird die Konsumausgaben deutlich steigen lassen. Sollten die Haushalte zudem einen Teil dieses zusätzlich gesparten Geldes ausgeben, wird das die Wirtschaft noch weiter anschieben. Alles in allem rechnen wir 2021 mit einem ordentlichen Wirtschaftswachstum von 4,5%. Deshalb dürfte die Zahl der Erwerbstätigen ab der Jahresmitte trotz der Pleitewelle wieder zunehmen, nachdem sie seit Ausbruch von Corona um 600 Tausend gesunken war.

Kasten: Wie sich Insolvenzzahlen statistisch schätzen lassen

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

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

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:

$$I_t = -0,66 - 0,37 \cdot I_{t-1} - 2,19 \cdot \text{BIP}_{t-1}$$

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 unmittelbar um 2 Prozentpunkte steigen lässt. ([Zurück zum Text.](#))

Fed überlässt der Fiskalpolitik das Feld

Bernd Weidensteiner
Tel: +49 69 136 24527

Angesichts des vom neuen US-Präsidenten angekündigten zusätzlichen Konjunkturprogramms kann die Fed bei der Bekämpfung der Krise erst einmal zur Seite treten. Darum wird sie auf ihrer ersten Sitzung im Jahr 2021 voraussichtlich weder den Leitzinskorridor noch ihre Forward Guidance verändern.

Fiskalpolitik stützt die Wirtschaft...

Der starke Anstieg der Infektionszahlen in den letzten Monaten lastet auf der Wirtschaft, die Dynamik der Erholung hat zuletzt merklich nachgelassen. Gleichzeitig sind die mittelfristigen Perspektiven relativ gut, nachdem die Impfungen in – verglichen mit vielen anderen Ländern – relativ hohem Tempo voranschreiten. Die angeschwollenen Sparguthaben der Amerikaner warten geradezu darauf, sich in verstärkte Ausgaben umzusetzen. Es kommt daher darauf an, die kommenden Monate zu überbrücken. Da die Instrumente der Fed für derlei kurzfristige Wirkungen wenig geeignet sind, fordert die Notenbank seit langem, dass die Fiskalpolitik hierbei die Hauptrolle übernimmt. Mit dem im Dezember verabschiedeten Hilfspaket und den absehbaren weiteren Maßnahmen geschieht dies nun auch.

... und die Fed hält Kurs

Entgegen vereinzelter Spekulationen wird die Fed sicherlich nicht als Reaktion hierauf ihre Anleihenkäufe früher als ursprünglich erwartet einschränken. Denn dies würde die expansive Wirkung der Fiskalmaßnahmen dämpfen. Nicht von ungefähr hat Fed-Chef Powell in einer jüngst gehaltenen Rede davor gewarnt, den Expansionsgrad der Politik zu früh einzuschränken. Dies habe die Erholung nach 2009 gebremst. Powell reagierte damit auf die zuletzt hochgekochte Diskussion um ein "Tapering" der Anleihekäufe, die von einzelnen regionalen Fed-Präsidenten noch befeuert worden war.

Kaum Einfluss auf den Kurs der Fed dürfte haben, dass sich die Besetzung der vier für die regionalen Fed-Präsidenten vorgesehenen Sitze im Federal Open Market Committee zu Jahresanfang turnusgemäß ändert (der fünfte regionale Sitz ist für die Fed von New York reserviert). Denn die Geldpolitik vom zentralen Board unter der Leitung Powells dominiert.

Folglich sind nächste Woche folgende Entscheidung zu erwarten:

- Der Leitzinskorridor wird bei 0,00% bis 0,25% bestätigt.
- Die Fed wird unverändert versichern, dass der Leitzins so lange nicht erhöht wird, bis das Beschäftigungsziel erreicht ist sowie die Inflation 2% erreicht hat und auf dem Wege ist, diese Marke eine gewisse Zeit lang zu überschreiten.
- Im Gegensatz zu dieser an konkret beobachtbare Zielmarken gebundene (und damit "harte") Forward Guidance gab die Fed in Bezug auf die Bondkäufe (zurzeit 120 Mrd Dollar pro Monat) bisher eine qualitative (also "weiche") Guidance: Diese würden unverändert fortgesetzt, bis ein "substanzieller" Fortschritt hinsichtlich der Zielerreichung erreicht sei. Diese Formulierung wird sich wohl wieder im Kommuniké finden. Immerhin ist es möglich, dass Powell auf der Pressekonferenz dies im Sinne seiner jüngsten Äußerungen etwas härter macht.

Aufgehellte Perspektiven

Der mittelfristige Kurs der Geldpolitik hängt vom Fortgang der Corona-Pandemie ab. Immerhin gibt es gute Aussichten auf ein kräftiges Wirtschaftswachstum im Jahresverlauf (wir haben unsere Wachstumsprognose für 2021 kürzlich von +4% auf +5% erhöht). In diesem Fall dürfte die Diskussion um ein Tapering der Anleihenkäufe wieder Fahrt aufnehmen. Zunächst wird die Fed diese Debatte durch ihre Kommunikation aber wohl unterbinden können.

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

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 Keltek
+49 69 136 87685

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

Esther Reichelt (G10)
+49 69 136 41505

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 (Aktienstrategie)
+49 69 136 45925

Markus Wallner (Aktienstrategie)
+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 Edell- 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) Pfandbrief 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:	Share[d] Reviews (monatlicher und vierteljährlicher Aktienmarkt-Rückblick im Hinblick auf Marktkatalysatoren, Performancetrends und Konjunkturindikatoren) Digging in Deutschland (Themenresearch mit dem Fokus auf den deutschen Aktienmarkt)
Cross Asset:	Cross Asset Monitor (wöchentliche Marktübersicht inklusive Sentiment- und Risikoindekatoren) 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 22/1/2021 07:30 CET fertiggestellt und am 22/1/2021 07:30 CET 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 der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen, und mit „deemed Variation of Permission“. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Temporary Permissions Regime, das im Europäischen Wirtschaftsraum ansässigen Firmen während der Beantragung einer uneingeschränkten Zulassung den Geschäftsbetrieb in Großbritannien für begrenzte Zeit gestattet, können auf der Website der Financial Conduct Authority eingesehen werden. 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. Die Commerzbank AG, Filiale London, bietet weder Handel, Beratung noch andere Anlagedienstleistungen für „Retail Clients“ an.

USA: Die Commerz Markets LLC („CMLLC“) hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die CMLLC abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischem Recht können Informationen, die CMLLC-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Sofern dieses Dokument zur Verteilung in den USA freigegeben wurde, ist es ausschließlich an "US Institutional Investors" und "Major US Institutional Investors" gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Die CMLLC ist Mitglied der FINRA und SIPC. Bankdienstleistungen in den USA werden von der Commerzbank AG, Filiale New York, erbracht. Wertpapieraktivitäten in den USA werden über die CMLLC abgewickelt, Swaptransaktionen über die Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist kein Mitglied der SIPC und ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert. Derivatetransaktionen mit US-Personen sind nach den Bestimmungen des Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act durchzuführen. Einige Produkte oder Dienstleistungen sind in den USA gegebenenfalls nicht verfügbar.

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 Prospektpflicht 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. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen, und mit „deemed Variation of Permission“. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Temporary Permissions Regime, das im Europäischen Wirtschaftsraum ansässigen Firmen während der Beantragung einer uneingeschränkten Zulassung den Geschäftsbetrieb in Großbritannien für begrenzte Zeit gestattet, können auf der Website der Financial Conduct Authority eingesehen werden.

Schweiz: Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbung im Sinne des FIDLEG. Die in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente stellen keine Beteiligung an einer kollektiven Kapitalanlage im Sinne des schweizerischen Kollektivanlagengesetzes (KAG) dar. Diese Publikation, die hierin enthaltenen Informationen sowie alle anderen Publikationen im Zusammenhang mit den hierin erwähnten Finanzinstrumenten dürfen ausschließlich an qualifizierte Anlegerinnen und Anleger gemäß KAG weitergegeben werden und sind nur solchen qualifizierten Anlegerinnen und Anlegern zur Verfügung zu stellen.

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 enthaltenen Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

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

Japan: Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) dar und sind nicht als solche auszuliegen. 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. Die in dieser Ausarbeitung empfohlenen Instrumente können nicht von der Filiale eingeführt werden. 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 2021. Alle Rechte vorbehalten. Version 21.01

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