

Fixed Income Spezial

Christian Strätz

Beachten Sie bitte den/die Hinweis/e auf der/den letzten Seite/n
 ► www.research.bayernlb.de, Bloomberg: BAYR

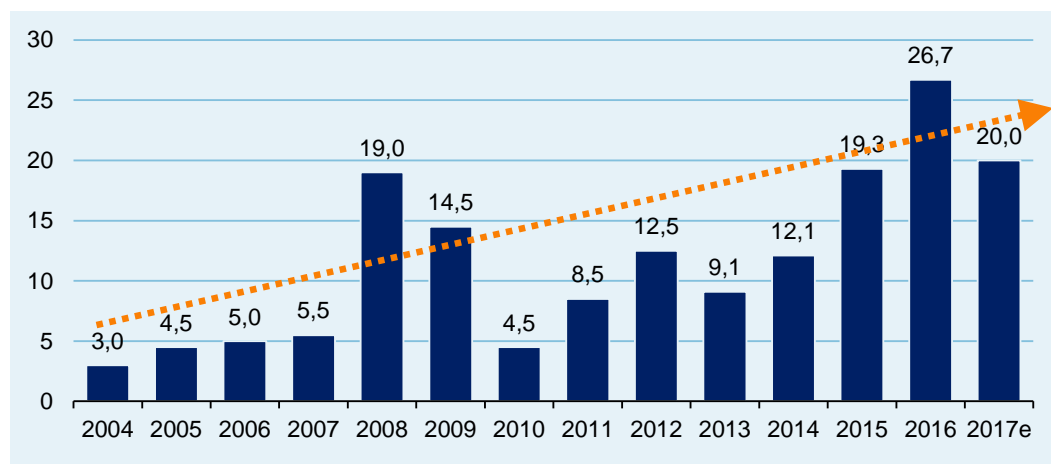
Schuldscheinmarkt-Update

Groß- und Jumbo-Transaktionen sowie die zunehmende Internationalisierung treiben das Neuemissionsvolumen 2016 auf ein neues Rekordniveau

- 2016: Bruttoneu-emissionsvolumen und Anzahl an Transaktionen markieren neue Bestmarken
- Ausstehendes Marktvolumen am Schuldscheinmarkt legt nochmals beträchtlich zu

- Der Markt für Unternehmens-Schuldscheindarlehen (Corporate Schuldscheindarlehen bzw. CSSD) präsentierte sich auch 2016 in Rekordlaune. Mit einem Bruttoneu-emissionsvolumen in Höhe von 26,7 Mrd. Euro konnte die bisherige Bestmarke aus dem Vorjahr (19,3 Mrd. Euro) deutlich übertroffen werden. Die Anzahl der einzelnen Transaktionen belief sich auf 125. Auch in dieser Hinsicht konnte der Schuldscheinmarkt 2016 einen neuen Rekordwert erreichen (die bisherige Bestmarke wurde ebenfalls 2015 mit 106 Transaktionen erzielt).
- Das Marktvolumen an ausstehenden CSSD kletterte auf über 86 Mrd. Euro, da der außergewöhnlich hohen Emissionsdynamik ein deutlich geringeres Tilgungsvolumen gegenüber stand.
- Die stärksten Treiber waren abermals Jumbo- und Großtransaktionen (oftmals zur Refinanzierung von M&A-Aktivitäten), die zumindest temporär zunehmende Substitution von Anleihen durch Schuldscheindarlehen, ein weiterhin hoher Anteil an Debütemitteln sowie die verstärkte Nutzung des Schuldscheins durch ausländische Emittenten.
- Trotz der starken Emissionstätigkeit ist keine Qualitätsverschlechterung im Hinblick auf die Bonität der Schuldscheinemittenten festzustellen.
- Für das Jahr 2017 erwarten wir vorsichtig geschätzt ein Emissionsvolumen von rund 20 Mrd. Euro.

Positiver Wachstumstrend am Corporate Schuldscheinmarkt
 Bruttoneuemissionsvolumina in Mrd. Euro; 2017: Prognose BayernLB für das Gesamtjahr



Quelle: BayernLB Syndication, BayernLB DCM Origination, Thomson Reuters, BayernLB Research

Höhenflug am Schuldscheinmarkt setzte sich 2016 unverändert fort

- ▶ 2016: Emissionsvolumen (26,7 Mrd. Euro) und Anzahl an Transaktionen (125) erreichen neue Bestmarken

- ▶ Treiber waren erneut Jumbo- und Großemissionen

- ▶ Ausstehendes CSSD Marktvolumen auf über 86 Mrd. Euro angestiegen

Der Höhenflug am Markt für Unternehmens-Schuldscheindarlehen (Corporate Schuldscheindarlehen bzw. CSSD) hielt 2016 unvermindert an. Die Emissionstätigkeit hat erneut deutlich angezogen und bescherte dem Schuldscheinmarkt sowohl im Hinblick auf das Emissionsvolumen als auch die Anzahl an Transaktionen neue Bestmarken. Einzig im Ranking der bislang größten Schuldscheintransaktionen aller Zeiten blieb ZF Friedrichshafen (2,2 Mrd. Euro im Januar 2015) trotz mehrerer Großemissionen im Jahr 2016 weiterhin unangefochtener Spitzenreiter. Nach dem Rücksetzer im Jahr 2013, einer Erholung im Jahr 2014 und einem kräftigen Zuwachs im Jahr 2015 (+60%), wies das Bruttoneuemissionsvolumen im Jahr 2016 mit einem Plus gegenüber dem Vorjahr von 38% auf 26,7 Mrd. Euro abermals einen beträchtlichen Zuwachs auf (2015: 19,3; 2014: 12,1; 2013: 9,1; 2012: 12,5 Mrd. Euro). Die bisherigen Höchstwerte aus den Jahren 2015 und 2008 (19,0 Mrd. Euro) konnten damit klar übertroffen werden. Wie bereits im Vorjahr wurde die äußerst positive Entwicklung am Schuldscheinmarkt – neben einem bedeutenden Anteil von Schuldscheinrefinanzierungen – angetrieben durch die regen M&A-Aktivitäten und durch insgesamt sechs milliarden schwere Jumboemissionen begünstigt (u.a. Robert Bosch, Deutsche Lufthansa, Porsche, LafargeHolcim, Fresenius; vgl. S. 3). Einerseits lag das durchschnittliche Transaktionsvolumen dadurch mit rund 214 Mio. Euro nochmals spürbar über dem Niveau der Vorjahre (2015: 182; 2014: 130; 2013: 116; 2012: 125 Mio. Euro). Andererseits nahm die Anzahl der Emissionen (2016: 125; 2015: 106; 2014: 93; 2013: 78; 2012: 100) mit +18% nur unterproportional zu. Nichtsdestotrotz markierte der Schuldscheinmarkt auch damit eine neue Bestmarke im Hinblick auf die Anzahl der Transaktionen innerhalb eines Jahres. Das Marktvolumen an ausstehenden CSSD hat sich laut Berechnungen der Beratungsgesellschaft CAPMARCON nach dem kräftigen Anstieg 2015 (+6,6 auf 68,9 Mrd. Euro) im Jahr 2016 nochmals beträchtlich auf über 86 Mrd. Euro erhöht. Der außergewöhnlich hohen Emissionsdynamik stand dabei ein deutlich geringeres Tilgungsvolumen gegenüber.

- ▶ Hohe Emissionsdynamik im gesamten Jahresverlauf

Ähnlich wie bereits in den Jahren 2014 und 2015 verteilte sich die Emissionstätigkeit erheblich gleichmäßiger auf die einzelnen Monate als in den meisten vorangegangenen Jahren. Bereits ab März übertraf das bis dahin kumulierte Emissionsvolumen das Vorjahresvolumen (obwohl für Q1 2015 die Rekordtransaktion durch ZF Friedrichshafen in Höhe von 2,2 Mrd. Euro zu Buche steht). Nach dem starken Auftaktquartal setzte sich die positive Emissionsdynamik über den gesamten Jahresverlauf hinweg fort. Auch in den früher oft etwas schwächeren Sommermonaten blieben die Primärmarktaktivitäten am Schuldscheinmarkt rege. Hier kommen unseres Erachtens die Vorteile aus der langen Vermarktungsphase (i.d.R. 4-5 Wochen) zum Tragen, die es Emittenten ermöglicht auch in Ferienzeiten ein ausreichendes Investoreninteresse zu generieren. Insbesondere zum Jahresende legte der Schuldscheinmarkt einen fulminanten Endspurt hin, der in einer noch nie dagewesenen Vielzahl an parallel vermarkteten Transaktionen gipfelte. Nicht nur am Schuldscheinmarkt ist der zunehmende Trend zur Kapitalmarktfinanzierung zu beobachten; auch am Corporate Bond Markt setzte sich 2016 die Emissionstätigkeit auf sehr hohem Niveau fort. Mit einem Bruttoneuemissionsvolumen von 321 (2015: 293; 2014: 305; 2013: 248) Mrd. Euro an in Euro denominierten Unternehmensanleihen wurde das Rekordjahr 2009 (320 Mrd. Euro) marginal überboten.

- ▶ Jumbo- und Großemissionen hatten 2016 Hochkonjunktur

Der stärkste Treiber der positiven Entwicklung am Schuldscheinmarkt im Jahr 2016 war eindeutig die hohe Anzahl an Großtransaktionen, bei denen oft auch die Refinanzierung von M&A-Aktivitäten das Motiv für die Emission darstellte. Insgesamt 31 Transaktionen wiesen ein Volumen von 300 Mio. Euro und mehr auf. Hatte United Internet im Jahr 2014 mit einem SSD im Volumen von 600 Mio. Euro noch das größte CSSD seit vier Jahren emittiert, standen die Jahre 2015 und nun 2016 verstärkt im Zeichen von Jumbo-

Emissionen. Insgesamt sechs Transaktionen erreichten bzw. überschritten im Jahr 2016 (2015: drei) die Schwelle von einer Milliarde Euro (u.a. Robert Bosch, Deutsche Lufthansa, Porsche, LafargeHolcim, Fresenius). Die zunehmende Anzahl an Jumbo- sowie die zahlreichen weiteren Großtransaktionen stellten einmal mehr die hohe Leistungsfähigkeit und Flexibilität des Schuldscheinmarktes unter Beweis und zeigten eindrucksvoll, dass sich auch weiterhin großvolumige Transaktionen über den Schuldscheinmarkt realisieren lassen. Nichtsdestotrotz deckte der Schuldscheinmarkt beim Emissionsvolumen insgesamt betrachtet erneut ein sehr breites Spektrum ab, angefangen von Emissionen im unteren zweistelligen Bereich bis hin zu den genannten Emissionen im Milliarden-Format.

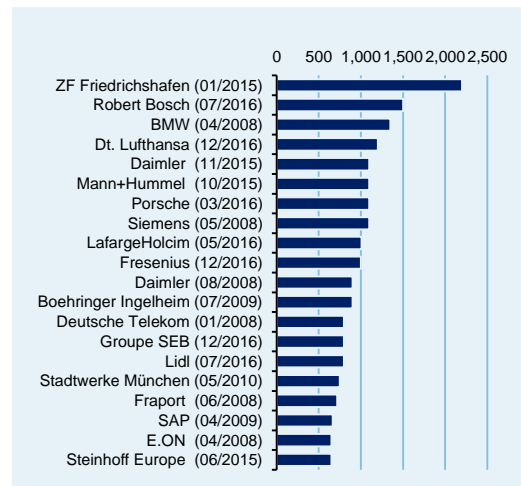
- Auch Schuldschein statt Anleihe liegt im Trend

Bemerkenswert war, dass zehn der dreizehn größten, öffentlich bekannten Deals im Jahr 2016 (siehe Grafik rechts) von Emittenten stammten, die sich aktuell auch am Anleihemarkt refinanzieren bzw. dies in der Vergangenheit bereits getan haben. Es spricht daher viel dafür, dass sich der Schuldschein für viele Emittenten mit großem Finanzierungsbedarf inzwischen zur echten Alternative zur Anleiheemission entwickelt hat. So dienten beispielsweise die Schuldscheinemissionen von Porsche und Freenet explizit der Refinanzierung von fälligen Anleihen.

- Großemissionen der letzten beiden Jahre sortieren das Ranking der Top-Emissionen neu

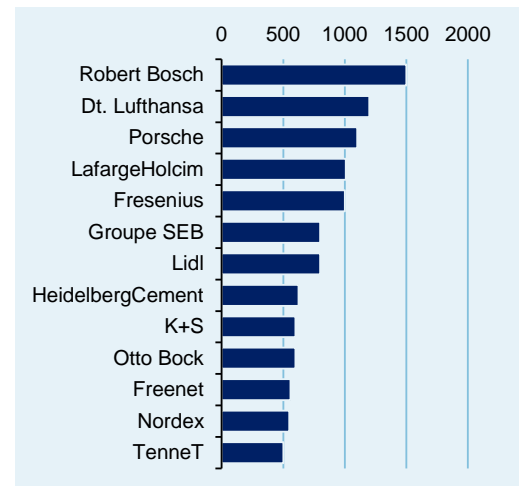
Das Ranking der bislang größten Corporate SSD-Emissionen (siehe hierzu die Grafik oben) wird weiterhin unangefochten von ZF Friedrichshafen angeführt (2,2 Mrd. Euro im Januar 2015). Die Großemissionen der letzten beiden Jahre spiegeln sich jedoch zunehmend im Ranking wider und haben die größervolumigen Emissionen aus den Boom-Jahren 2008/09 tendenziell nach hinten verdrängt.

Ranking der größten CSSD-Emissionen
Emissionsvolumen in Mio. Euro (in Klammern: Monat der Emission); öffentliche bekannte Transaktionen



Quelle: BayernLB Fixed Income Syndicate, BayernLB Debt Capital Origination, Thomson Reuters, BayernLB Research

Ranking der größten CSSD-Emissionen 2016
Emissionsvolumen in Mio. Euro; öffentliche bekannte Transaktionen



Quelle: BayernLB Fixed Income Syndicate, BayernLB Debt Capital Origination, Thomson Reuters, BayernLB Research

- Weiterhin viele Debütanten und mehr ausländische Emittenten

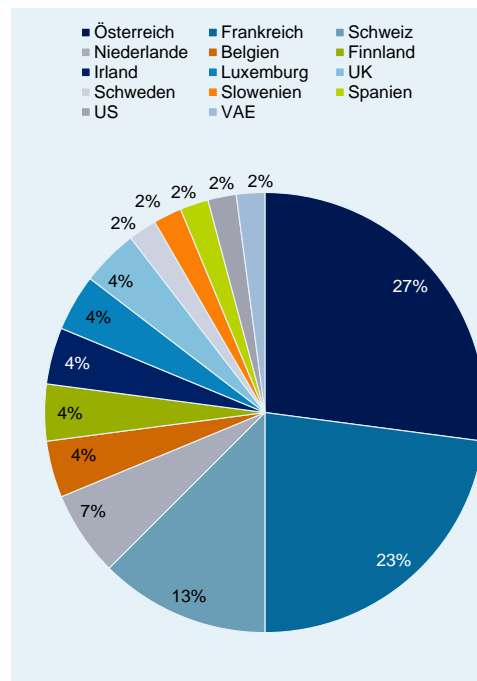
Zur hohen Emissionstätigkeit beigetragen haben darüber hinaus auch die gestiegene Anzahl an Debüt-Emittenten (rund 60% der Emissionen, bezogen auf das Volumen liegt der Anteil etwas unter 50%) sowie die verstärkte Nutzung des CSSD durch ausländische Emittenten (die zugleich mit einem weiter zunehmenden Interesse seitens ausländischer Investoren einhergeht).

- ▶ Internationalisierung schreitet voran
- ▶ Anteile nicht deutscher Emittenten am Volumen und bei den Transaktionen deutlich gestiegen
- ▶ Debüt-Emissionen auf Länderebene
- ▶ Etwas intensivere Nutzung von Fremdwährungen

Im Hinblick auf das Herkunftsland des Emittenten blieb der Schuldscheinmarkt zwar auch im Jahr 2016 eine deutsche Domäne, jedoch hatte die Internationalisierung des Schuldscheinmarktes im vergangenen Jahr deutlich angezogen. Bezogen auf die Anzahl an Transaktionen lag der Anteil der nicht-deutschen Emittenten bei 38% (2015: 29%). Dabei standen traditionell Emittenten aus Österreich (13 Emissionen / Marktanteil: 10%) und Frankreich (11 / 9%) und der Schweiz (6 / 5%) an der Spitze. Gemessen am Emissionsvolumen belief sich der Anteil auf rund 42% (2015: 25%). Die Emittenten aus Frankreich und Österreich nahezu gleich auf (jeweils 10%), gefolgt von der Schweiz (8%) und den Niederlanden (4%). Die Liste der größten, offiziell bekannten Einzeltransaktionen ausländischer Emissionen wurde im Jahr 2016 angeführt von LafargeHolcim (1,0 Mrd. Euro), Groupe SEB (800 Mio. Euro) und TenneT (500 Mio. Euro).

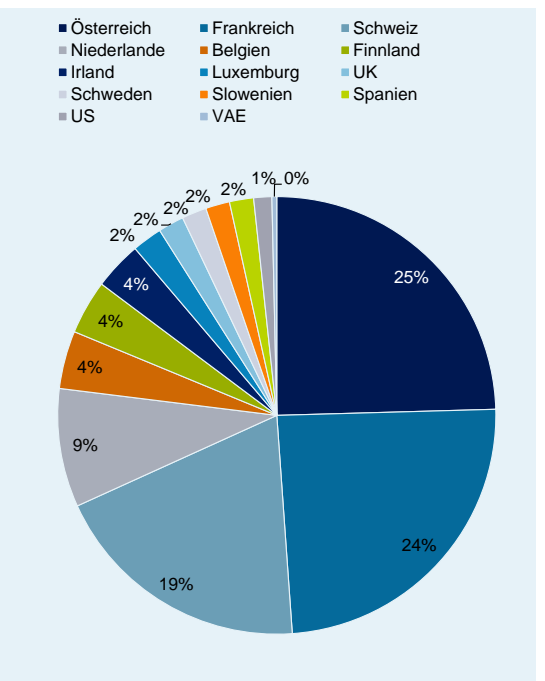
Auch 2016 kamen wieder Emittenten aus Herkunftsländern hinzu, in denen der Schuldschein erstmalig als Finanzierungsinstrument genutzt wurde. So emittierte im Oktober 2016 Acciona (150 Mio. Euro) das erste spanische Unternehmen und im November 2016 mit AGCO (375 Mio. Euro; die Emission erfolgte jedoch über die Schweiz-Tochter und fließt daher in unseren Länderauswertungen dort ein) das erste US-Unternehmen erfolgreich CSSDs. Darüber hinaus wurde von Etihad Airways der erste Deal eines Emittenten aus dem Nahen Osten platziert (>200 Mio. Euro). Dies unterstreicht – neben einer steigenden Nutzung von Fremdwährungstranchen (primär in US-Dollar, in einigen Fällen auch in britischen Pfund) – die zunehmende Internationalisierung des Schuldscheinmarktes. Fresenius emittierte mit 400 Mio. US-Dollar den bislang größten Schuldschein in US-Dollar begebenen Schuldschein (emittiert über eine US-Tochter, fließt daher in unseren Länderauswertungen dort ein).

Ausländische CSSD Emissionen nach Transaktionen ...
Verteilung in %; Basis: 2016



Quelle: BayernLB Fixed Income Syndicate; BayernLB Research

... und nach Emissionsvolumen
Verteilung in %; Basis: 2016



Quelle: BayernLB Fixed Income Syndicate; BayernLB Research

- ▶ Green Schuldscheine feierten 2016 ihre Premiere

Für ein Novum am Schuldscheinmarkt sorgten in diesem Jahr die ersten Emissionen von „Green Schuldscheinen“ („Green CSSD“), womit sich der schon länger existierende und

zunehmend an Bedeutung gewinnende grüne Trend am Anleihemarkt („Green Bonds“) auf das Segment der kapitalmarktnahen Schuldscheindarlehen übertrug. Das „Grün“ steht im Wesentlichen dafür, dass der Emissionserlös für Investitionen in den Umwelt- und Klimaschutz verwendet wird. Die Mittelverwendung und damit einhergehende Aspekte bilden daher das zentrale Charakteristikum. Abgesehen davon unterscheiden sich Grüne Schuldscheindarlehen im Hinblick auf Merkmale und Strukturen nicht von konventionellen CSSD. Die Deklaration als „grünes“ Finanzinstrument erfolgt i.d.R. über eine entsprechende Bestätigung seitens spezialisierter Agenturen und Organisationen (Orientierung an den Climate Bond Standards sowie den Green Bond Principles). Den Vorreiter spielte im April der Turbinenhersteller Nordex (550 Mio. Euro). Weitere Green CSSD Emissionen folgten durch das niederländische Molkereiunternehmen FrieslandCampina (300 Mio. Euro) ebenfalls noch im April, den Übertragungsnetzbetreiber TenneT (500 Mio. Euro) im Mai sowie das in den Bereichen Erneuerbare Energien und Infrastruktur tätige spanische Unternehmen Acciona (150 Mio. Euro) im September. Insgesamt wurden damit 1,5 Mrd. Euro in Form eines Green CSSD emittiert, die von Seiten der Investoren sehr gut aufgenommen wurden. Im Fixed Income Spezial vom 05.12.2016 haben wir die ersten Green SSD Emissionen näher beleuchtet sowie in einem Exkurs die zunehmende Verbreitung von Green Bonds als eine segmentübergreifende Asset-Klasse am Anleihemarkt dargestellt.

- ▶ Potenzial für weitere grüne CSSD von geeigneten Emittenten

Wenngleich wir bei den Green CSSD keinen Megatrend erwarten, sehen wir gute Chance dafür, dass sich diese in den kommenden Jahren am Markt etablieren können. Den mittel- und langfristig wichtigsten Treiber für den Markt grüner CSSD sehen wir in den ökologischen Erfordernissen auf Unternehmensseite und dem hohen politischen Support. Ein zunehmendes Interesse sowie die steigende Zahl nachhaltigkeitsorientierter Investoren unterstützen die Entwicklung des Nischensegments „Green CSSD“ am Schuldscheinmarkt. Insbesondere für Unternehmen aus den Bereichen Energie und Versorger (aber durchaus auch für andere Branchen) wird Nachhaltigkeit immer mehr integraler Bestandteil der Unternehmenspolitik und -führung. Daher sind diese Sektoren besonders gut für die Emission grüner CSSD geeignet.

- ▶ Auch 2016 galt: Des Emittenten Freud ist des Investors Leid

Die Kräfteverhältnisse zwischen Emittenten und Investoren haben sich 2016 weiter zugunsten der Emittenten verschoben, primär begünstigt durch die weiter rückläufigen (und zum Teil auch in den negativen Bereich drehenden) Benchmark-Renditen. Trotz des nochmals deutlich gestiegenen Angebots auf der einen Seite konnte die Nachfrage seitens der Investoren nur zum Teil befriedigt werden. Infolgedessen waren Transaktionen zum Teil mehrfach überzeichnet und mussten daher repartiert werden. Zudem erfolgte das Pricing nicht selten eher am unteren Ende der Vermarktungs-Spreads. Bei nahezu allen Transaktionen (sofern dies vom Emittenten gewünscht war) lag das finale Emissionsvolumen nachfragebedingt über dem ursprünglich im Termsheet genannten Zielvolumen, was das positive Sentiment am Schuldscheinmarkt eindrucksvoll unterstreicht. Zum Teil wurde das zunächst ausgegebene Zielvolumen sogar sehr deutlich überschritten, was insbesondere auch für die milliardenschweren Großemissionen des Jahres zutraf.

- ▶ Finale Emissionsvolumina meist deutlich über den Termsheet-Volumina

- ▶ Zero-Floor hält verstärkt Einzug

Angesichts der im Laufe des Jahres 2016 immer weiter ins negative Terrain sinkenden Euribor-Levels und den für Investoren damit verbundenen Risiken (negative Einstandssätze) gewann die Fixierung des Referenzzinssatzes bei null Prozent („Zero-Floor“) zunehmend an Bedeutung. Viele Emittenten haben dies inzwischen in ihre Transaktionen eingebaut. Rund drei Viertel aller Transaktionen, die dieses Jahr variable Tranchen angeboten haben, hatten einen Euribor-Floor in ihre Dokumentation eingezogen. Bei den Emissionen mit fest verzinslichen Tranchen waren bei etwas mehr als der Hälfte Mid-Swap Floors eingebaut. Da 2017 nicht mit einer wesentlichen Veränderung des Zinsumfelds zu rechnen ist, gehen wir davon aus, dass auch 2017 der Großteil der Emissionen einen Zero-Floor beinhalten wird.

- ▶ Make-Whole Klausel wird ebenfalls zum Thema

Im Hinblick auf die Dokumentation stachen auch einige Emissionen heraus, die mit einer Make-Whole-Klausel versehen waren. Die bis vor wenigen Jahren vorwiegend nur in den USA verwendete Make-Whole-Klausel fand zuletzt mehr und mehr Einzug auf dem deutschen Anleihen- sowie zuletzt auch auf dem Schuldscheinmarkt. Grundsätzlich soll durch die Make-Whole-Klausel sichergestellt werden, dass die Gläubiger bei einer vorzeitigen Kündigung und Rückzahlung des Nominalbetrags nicht schlechter gestellt werden sollen als bei Einhaltung der vereinbarten Laufzeit bis zur Endfälligkeit. Im Gegensatz zur Kündigung von variablen CSSD-Tranchen verpflichtet die Klausel Emittenten also bei Festzins-Tranchen zu einer Ausgleichszahlung, falls diese von der Möglichkeit, die Anleihe vorzeitig zu kündigen und zurückzuzahlen, Gebrauch machen. Nach unserer Einschätzung bevorzugen Investoren unkündbare Emissionen und stehen Emissionen mit Make-Whole-Klausel tendenziell reservierter gegenüber. Wir gehen daher davon aus, dass die Verwendung einer Make-Whole-Klausel nicht zur Regel wird.

- ▶ Lange Laufzeiten bleiben angesichts des anhaltenden Niedrigzinsumfelds gefragt

Aufgrund des anhaltenden Niedrigzinsumfelds blieben sowohl seitens der Emittenten als auch seitens der Investoren längere Laufzeiten weiter gefragt. Neben den zum Standard gewordenen Laufzeiten 5 und 7 Jahre war seitens der Investoren eine erhöhte Präferenz für 10-jährige Transaktionen zu beobachten. Auch Laufzeiten von mehr als 10 Jahren (wie sie in der Regel nur bei bekannten und bonitätsstarken Adressen vorkommen) blieben gefragt. Für ein Novum sorgte die Wohnungsbaugesellschaft Gewobag bei der Platzierung ihres zweiten Schuldscheins. Mit der langen Laufzeit von bis zu 30 Jahren konnte das längste jemals für einen deutschen Emittenten platzierte Schuldscheindarlehen realisiert werden (die Durchschnittslaufzeit lag bei rund 19 Jahren).

- ▶ Gewobag mit 30J-Tranche

- ▶ Starker Jahresauftakt zu erwarten

Ausblick 2017: Nach dem Rekordvolumen 2016 ist eine leichte Konsolidierung auf überdurchschnittlichem Niveau wahrscheinlich

Angesichts struktureller Treiber (Trend zur Kapitalmarktfinanzierung, Internationalisierung) und der produktspezifischen Vorteile für Emittenten und Investoren bleiben die Perspektiven für den Schuldscheinmarkt generell gut. Das sehr aktive Marktgeschehen sollte sich in Anbetracht der gut gefüllten Pipeline zu Jahresbeginn 2017 fortsetzen. Wir rechnen mit einigen Großtransaktionen, die die hohe Aufnahmebereitschaft des Marktes zu Beginn des Jahres nutzen möchten. Zudem erwarten wir einige kleinere Transaktionen, die angesichts des starken Abschlussquartals 2016 in das neue Jahr geschoben wurden. Das Neuemissionsvolumen wird auch zunehmend durch die Refinanzierung von auslaufenden CSSD getrieben. Zudem bleibt das starke Umfeld für Emittenten mit freundlichen Gesamtkonditionen (Zinsumfeld) auch 2017 bestehen. Für Investoren steigt die relative Attraktivität von CSSD im Niedrigzinsumfeld auch infolge des EZB-Kaufprogramms für Unternehmensanleihen. Vor diesem Hintergrund rechnen wir für das Gesamtjahr 2017 vorsichtig geschätzt mit einem Neuemissionsvolumen von rund 20 Mrd. Euro. Trotz des prognostizierten Rückgangs gegenüber 2016 (der einzig und allein der rekordhohen Vorjahresbasis geschuldet ist) wäre dies aber immer noch das zweitbeste Jahr in der Historie des Schuldscheinmarktes.

- ▶ Rekordvolumen 2016 legt die Messlatte für 2017 (zu) hoch

- ▶ Neuemissionsvolumen bleibt aber 2017 auf hohem Niveau (Prognose: rd. 20 Mrd. Euro)

- ▶ EU-Kommission plant umfassende Studie zum europäischen Private-Placement-Markt

Auf politischer Ebene wird die positive Entwicklung des Private-Placement-Marktes in Europa (Schuldscheine haben daran mit Abstand den größten Anteil) mit Wohlwollen beobachtet. Die EU-Kommission betrachtet Private Placements als wichtige Alternative zur Bankenfinanzierung und damit auch als Beitrag zur Stärkung der europäischen Kapitalmarktunion. Aktuell besteht nach Aussagen von Vertretern der EU-Kommission kein Anlass regulierend einzugreifen. Nichtsdestotrotz plant die EU-Kommission für 2017 eine umfassende Studie zum europäischen Private-Placement-Markt durchzuführen. Ziel ist u.a., Hindernisse zu identifizieren, die eine noch breitere Ausbreitung dieser Finanzierungsalternative verhindern könnten.

Ihre Ansprechpartner in der BayernLB

Tel. +49 89 2171-

Sales & Origination	Structuring & Trading	Research
Dr. Jörg Senger 26524	Stefan Meier 26707	Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt 21750
DCM Origination Corporates	Fixed Income Trading	Investment Research
Paul Kuhn 25756	Nicholas Atkinson 25524	Alexander Plenk, CFA 27076 Zinsstrategie, Staatsanleihen, SSA
DCM Origination Financial Institutions & Syndication	Derivate & Devisen	Alexander Aldinger 24877
Jörg Himmelmann 23378	Marc Burgheim 27323	Asja Hossain, CFA 27065
Treasury Products Sales	Structured Solutions	Dr. Norbert Wuthe 27209
Dr. Klaus Voit 23795	Christian Fuchsli 25503	Covered Bonds & Financials
Institutional Fixed Income Sales	Energy & Commodity Solutions	Alfred Anner, CEFA 27072
Jörg Himmelmann 23378	Dr. Michael Lange 27322	Dr. Ulrich Horstmann, CEFA 21873
Sales Sparkassen & Regionalbanken	Sales Sparkassen Retail	Stefan Voß 21808
Ruth Kerschagl 23281	Ingmar Alde 28451	Credits
Financial Institutions Group	Büro Essen	Amir Darabi 25727
Johannes Heinloth 25021	Claus Hensel 0201-844-53634	Matthias Gmeinwieser, CIIA 26323
Institutionelle Kunden & Financial Institutions	Investor Relations	Miraji Othman 25888
Thomas Lehmpuhl 26184	Volker Karioth 23441	Christian Strätz, CEFA, CIIA 27068
	Katharina von Merkatz 23434	Aktienmarkt / Strategie / Privatkunden
		Manfred Bucher, CFA 21713
		Christoph Gmeinwieser, CIIA 27053
		Technische Analyse
		Hans-Peter Reichhuber 21780
		Volkswirtschaft
		Dr. Johannes Mayr 21859
		Makro-/Konjunkturanalyse
		Christiane von Berg 28745
		Dr. Stefan Kipar 27346
		Devisenanalyse
		Manuel Andersch 27448
		Wolfgang Kiener 27058

E-mail: Vorname.Nachname@bayernlb.de

Allgemeiner Hinweis

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 12.01.2017. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Christian Strätz, CEFA, CIIA
Senior Credit Analyst
Investment Research
Tel: +49 89 2171-27068
christian.straetz@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:
Bayerische Landesbank
Brienner Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de