

Corporate Finance Fokus




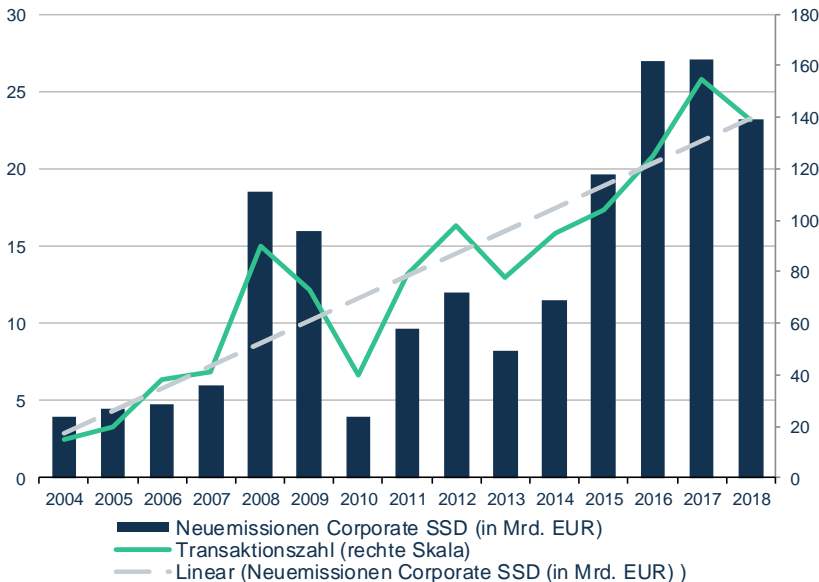
Research für Unternehmen | **Finanzierung** | 23.01.2019

Schuldscheine attraktiv- gutes Jahr 2018

Uwe Burkert

Chefvolkswirt und
Leiter des Bereichs Research

LBBWResearch@LBBW.de
 LBBW_Research



>>Das starke zweite Halbjahr zeigt erneut die Robustheit des Schuldscheinmarkts auch in unruhigen Zeiten.<<

Barbara Ambrus

Inhalt

Starke Erholung im zweiten Halbjahr..... 2

Marktumfeld 9

Ausblick 2019: Volumen von ca. 23 Mrd. EUR realistisch..... 12

Autoren:

Barbara Ambrus
Senior Analystin
+ 49 711 127-73461
barbara.ambrus@LBBW.de

Hans-Peter Kuhlmann
Senior Analyst
+ 49 711 127-70563
hans-peter.kuhlmann@LBBW.de

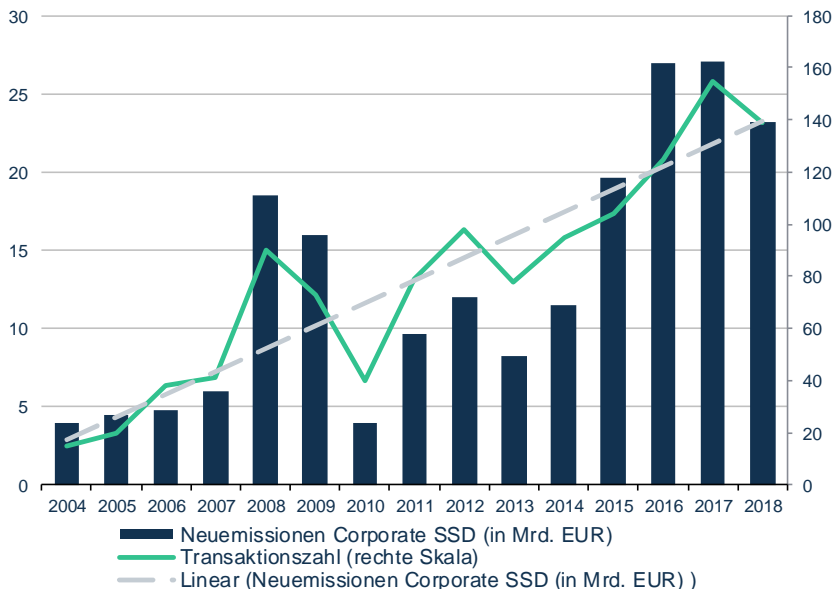
01 |

Starke Erholung im zweiten Halbjahr

Der Corporate Schuldscheindarlehensmarkt (SSD-Markt) erzielte 2018 ein Neuemissionsvolumen von gut 23 Mrd. EUR. Zwar wurden die Rekordwerte der beiden Vorjahre (jeweils rund 27 Mrd. EUR) nicht erreicht. Dennoch ist das Volumen in Anbetracht des schwachen ersten Halbjahres als Erfolg zu werten, da es das drittbeste Ergebnis in der Geschichte des SSD-Marktes war. Die Anzahl von 139 SSD entspricht sogar dem zweithöchsten Wert. Es wurden verstärkt SSD mittlerer Größenordnungen begeben, während die Zahl von großen SSD im Volumen über einer halben Milliarde EUR insbesondere infolge geringerer M&A Refinanzierungstätigkeit gegenüber den Vorjahren deutlich zurückging.

Drittbestes Jahr in der Geschichte des SSD-Marktes

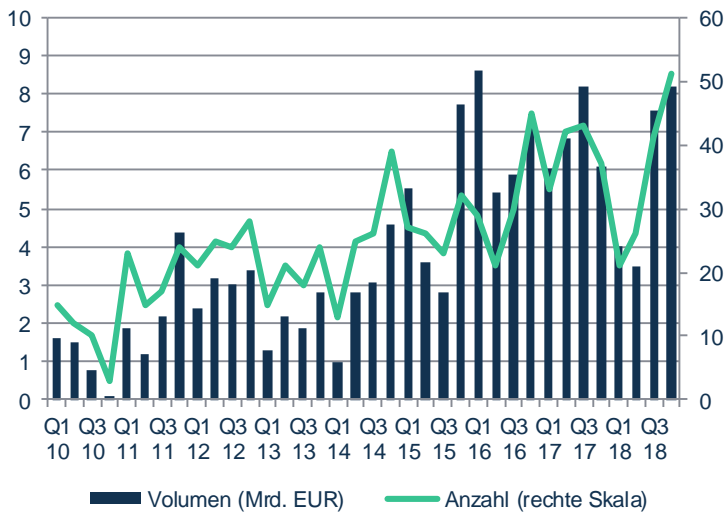
SSD-Markt 2018



Vor dem Hintergrund der doch beachtlichen Marktturbulenzen (Brexit-Diskussion, Handelskonflikte, Zinserhöhungsdiskussionen, Italien-Probleme, weltweite Konjunkturberuhigung, rechtspopulistische Erfolge bei Wahlen usw.) sehen wir das Neuemissionsvolumen als gutes Zeichen für die Robustheit des SSD-Marktes. Angebot und Nachfrage zeigten sich nach einer temporären Schwäche der Angebotsseite im ersten Halbjahr wieder sehr stabil und auch aktuell ist die Nachfrage nach SSD weiterhin sehr gut.

SSD-Markt zeigte besonders im zweiten Halbjahr seine Robustheit

SSD-Markt auf Quartalsbasis



Quellen: LBBW Corporate Finance Origination, LBBW Research

Wir führen die temporäre Schwäche im ersten Halbjahr auf die bereits erwähnten gestiegenen Makro-Unsicherheiten zurück. Dazu kam, dass viele Unternehmen in den Vorjahren in Erwartung tendenziell steigender Zinsen ihre Finanzierung langfristig gesichert hatten, so dass zusammen mit der guten Cashflow-Situation eine hohe Liquidität bei Unternehmen vorherrschte. Im zweiten Halbjahr normalisierte sich dann der Finanzierungsbedarf der Unternehmen wieder, wodurch sich das SSD-Volumen gegenüber dem ersten Halbjahr verdoppelte. Dazu dürfte auch die hohe Volatilität an den Märkten gepaart mit der Sorge vor steigenden Zinsen beigetragen haben. Vor dem Hintergrund einer höheren Risikoaversion stiegen die Renditen für Unternehmensanleihen an den Märkten deutlich stärker als die für deutsche Staatsanleihen und als am SSD-Markt. Aufgrund der dadurch höheren Attraktivität von SSD im Vergleich zu Anleihe-Emissionen dürften sich im zweiten Halbjahr einige Unternehmen gegen eine Anleihe und für SSD entschieden haben, da dann SSD insbesondere hinsichtlich Pricing und Laufzeitenkombination punkten konnten. Nach Anzahl der Begebungen stieg der Markt spürbar an. So wurde im vierten Quartal auf Quartalsbasis eine neue Rekordzahl von 51 Stück erreicht.

**Neue Rekordzahl
im vierten Quartal**

Deutlicher Rückgang großer SSD

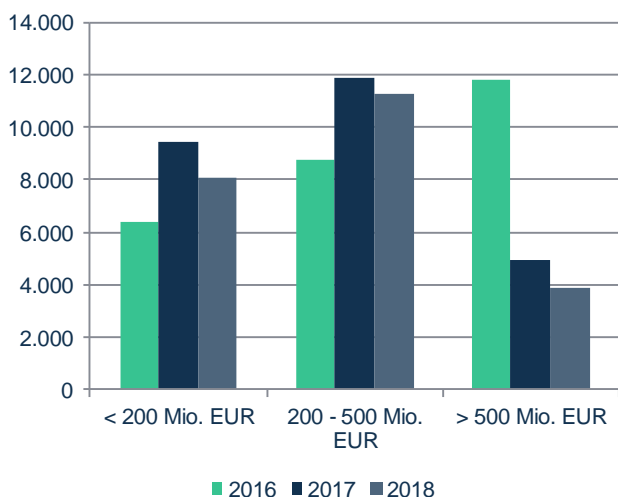
Ein Vergleich der Entwicklung der Größenklassen gibt einen weiteren interessanten Einblick in die Marktentwicklung. Der Rückgang im Jahr 2018 kam fast ausschließlich durch das Segment der großen SSD mit einem Volumen von über 500 Mio. EUR zustande. Bei den kleinen und mittleren Volumen gab es dagegen keine nennenswerten Veränderungen. Deren Volumen fiel zwar 2018 etwas gegenüber dem Rekordniveau von 2017 zurück. Es lag aber immer noch deutlich über dem Jahr 2016, das durch besonders große Emissionen gekennzeichnet war. Der Kernmarkt der mittelständisch geprägten SSD blieb dagegen auf dem hohen Niveau der Vorjahre stabil.

Große SSD werden i.d.R. von Unternehmen begeben, die auch kapitalmarktfähig sind, d.h. eine Anleihe begeben können. Diese haben

**Volumen kleinerer
und mittlerer SSD
fast unverändert**

besonders 2016 den SSD-Markt stark in Anspruch genommen. Dieser kann in gewissen Marktphasen oder bei speziellen Konstellationen durchaus Vorteile gegenüber dem standardisierten Anleihemarkt aufweisen. Dies gilt z.B. bei attraktiven Zinsfenstern am SSD-Markt, bei Akquisitionsfinanzierungen, bei dem Wunsch einer nicht öffentlichen Berichterstattung oder in unruhigen Marktphasen, in denen der Anleihemarkt temporär belastet ist. Aufgrund dieser Punkte wurde der SSD-Markt in den Vorjahren auch von großen Unternehmen entdeckt. Deren Inanspruchnahme erfolgte rein opportunistisch infolge gewisser Vorteile und fiel besonders 2016 sehr hoch aus. Bereits 2017 und besonders im ersten Halbjahr 2018 normalisierten sich die SSD-Begebungen von großen Adressen aber wieder. Dazu dürften auch die verstärkten Käufe von Unternehmensanleihen durch die EZB mit entsprechenden Spreadeinengungen beigetragen haben. Als Folge wurde das SSD-Marktsegment wieder stärker durch die klassische mittelständische Klientel dominiert. Ab dem dritten Quartal gab es dann aufgrund der oben bereits erläuterten gestiegenen Attraktivität von SSD gegenüber Anleihen auch wieder einige SSD von größeren Unternehmen, beispielsweise von Tui oder der Deutschen Post.

Entwicklung der Größenklassen

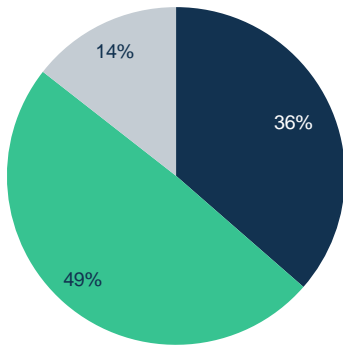


Quellen: LBBW Corporate Finance Origination, LBBW Research

Auf das mittlere Segment entfielen 2018 rund 50% des gesamten Volumens, während der Anteil der großen SSD nur noch 14% betrug. 2016 hatte der Anteil der großen SSD noch bei 44% gelegen.

Mittelstand dominierte den Markt für SSD

Volumenverteilung



■ < 200 Mio. EUR ■ 200 - 500 Mio. EUR ■ > 500 Mio. EUR

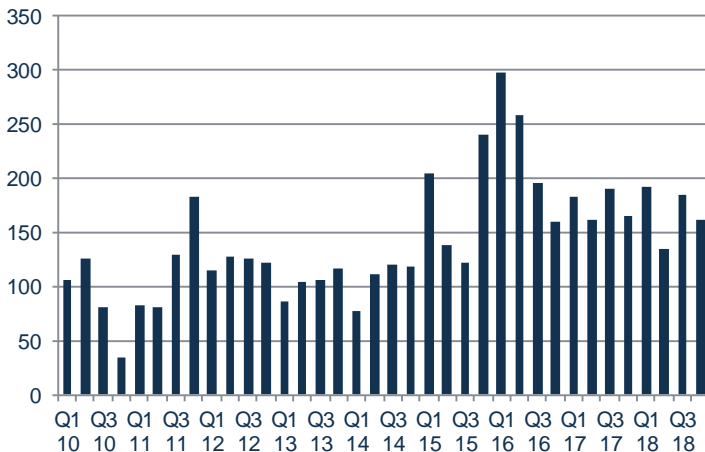
Quellen: LBBW Corporate Finance Origination, LBBW Research

Durchschnittsvolumen leicht rückläufig

Gegenüber 2017 sank das Durchschnittsvolumen leicht von 175 auf 168 Mio. EUR, was im Wesentlichen an dem schwachen zweiten Quartal lag. Das Durchschnittsvolumen hatte 2016 temporär massiv zugelegt, um danach wieder zurückzufallen. Seitdem hat sich eine Seitwärtsentwicklung in der Bandbreite von 150-200 Mio. EUR entwickelt, die immer noch deutlich über dem früheren langjährigen Durchschnittsvolumen von rund 100 Mio. EUR liegt.

Durchschnittsvolumen stabil innerhalb der Bandbreite von 150-200 Mio. EUR

Durchschnittsvolumen



■ Durchschnittsvolumen (Mio. EUR)

Quellen: LBBW Corporate Finance Origination, LBBW Research

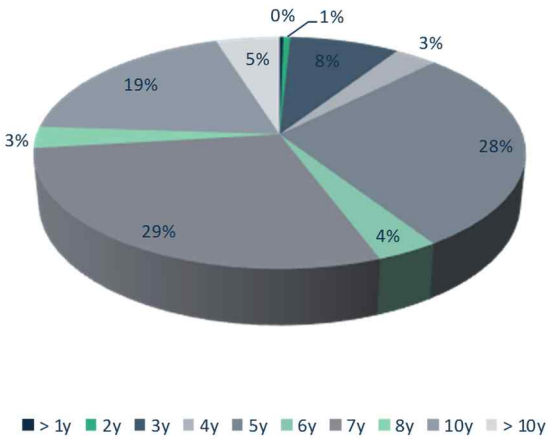
Laufzeitenverteilung stabil

Bei der Laufzeitenverteilung gab es gegenüber dem Vorjahr keine nennenswerten Veränderungen. Die beliebtesten Laufzeiten waren unverändert die fünf- und siebenjährigen Fristigkeiten mit einem Anteil von jeweils knapp 30%. Der Anteil der langfristigen SSD mit einer

Laufzeiten weitgehend unverändert

Laufzeit von 10 Jahren und mehr lag unverändert bei 24%, während die früher durchaus beliebten kurzfristigen SSD (3 Jahre und weniger) ähnlich wie im Vorjahr nur noch einen Anteil von 9% hatten.

Laufzeitenverteilung



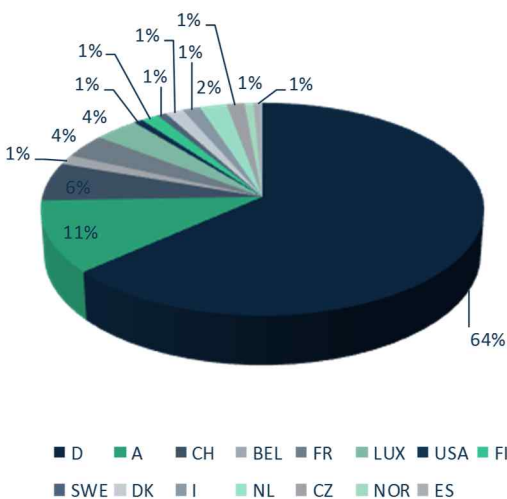
Quellen: LBBW Corporate Finance Origination, LBBW Research

Auslandsanteil leicht sinkend

Der Marktanteil der deutschen Unternehmen am SSD-Markt stieg ähnlich wie im Vorjahr leicht von 63% auf 64%. Die deutschsprachige DACH-Region lag bei 81%. Nach zwei Jahren (2017 und 2018) mit einem etwa gleichbleibenden Auslandsanteil lässt sich konstatieren, dass der Trend zur stärkeren Internationalisierung gestoppt zu sein scheint. Dennoch ist eine Finanzierung über ein deutsches SSD im Ausland weiter durchaus attraktiv. So gab es erste Darlehensnehmer aus Schweden, Norwegen und Island.

81% der Unternehmen aus der DACH-Region

Auslandsanteil der SSD-Unternehmen



Quellen: LBBW Corporate Finance Origination, LBBW Research

Auf der Kapitalgeberseite sieht es ähnlich aus. Es dominieren klar deutsche Sparkassen und Banken sowie institutionelle Anleger den Markt. Es ist aber auch weiterhin ein hohes Interesse von internationa-

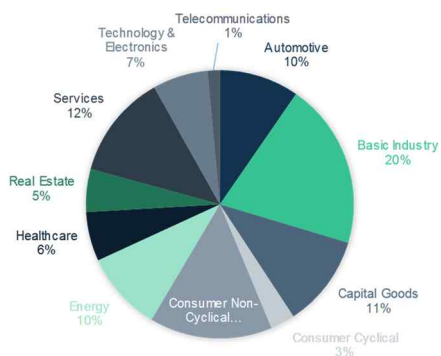
Deutsche Anleger dominieren bei hohem Interesse aus dem Ausland

len Kapitalgebern zu beobachten, die ihr Kreditportefeuille um den deutschen Mittelstand erweitern wollen.

Breite Branchendiversifikation

Die Branchenverteilung war im vergangenen Jahr, ähnlich wie in den Vorjahren, breit gestreut, so dass sich für Investoren eine breite Branchenauswahl anbietet. Der höchste Anteil von SSD kam auch 2018 wieder aus dem Bereich Basic Industry (Grundstoffe, Chemie, Bau u.a.). Der Anteil der Dienstleistungsunternehmen kam 2018 sehr stark zurück. Dagegen nutzten 2018 deutlich mehr Unternehmen als 2017 aus den Branchen nicht-zyklischer Konsum, Energie, Maschinenbau und Technologie/ Elektronik den SSD-Markt.

Branchenanteile am SSD-Volumen 2018



Quellen: LBBW Corporate Finance Origination, LBBW Research

Fixe Verzinsung beliebter als variable

Eine variable Verzinsung wurde im vergangenen Jahr deutlich seltener gewählt als eine feste. Der Anteil von variabler Verzinsung lag auf Basis der LBBW begleiteten SSD-Transaktionen bei etwas mehr als einem Drittel. Bei Laufzeiten zwischen einem und sechs Jahren war das Verhältnis von fest und variabel etwa ausgeglichen. Bei Laufzeiten zwischen sieben und fünfzehn Jahren wurde dagegen für mehr als 70% der SSD-Finanzierungen eine feste Verzinsung gewählt.

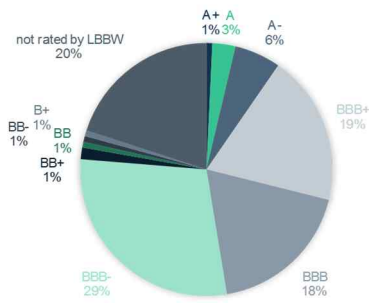
Ratingstruktur leicht verbessert

Die Ratingstruktur hat sich gegenüber 2017 nur leicht verändert. So ist der Anteil der Darlehensnehmer mit einem überdurchschnittlich guten Rating im A-Bereich nach 14% 2017 im Jahr 2018 wieder auf 10% und damit auf das Niveau von 2016 zurückgekommen. Um die Ratingeinteilung darstellen zu können wurde, sofern für die Darlehensnehmer kein externes Rating vorhanden ist, die Bonitätseinschätzung der LBBW auf die S&P-Skala übertragen. Nimmt man nur den Anteil der gerateten Unternehmen (lässt also die Unternehmen, für die keine Bonitätseinschätzung der LBBW vorliegt, außen vor), so ist der Anteil der Unternehmen mit einem Investmentgrade von 91% 2016 über 92% 2017 auf 95% im vergangenen Jahr gestiegen.

Planungssicherheit bevorzugt

Hoher Anteil solider Ratings

Ratingstruktur



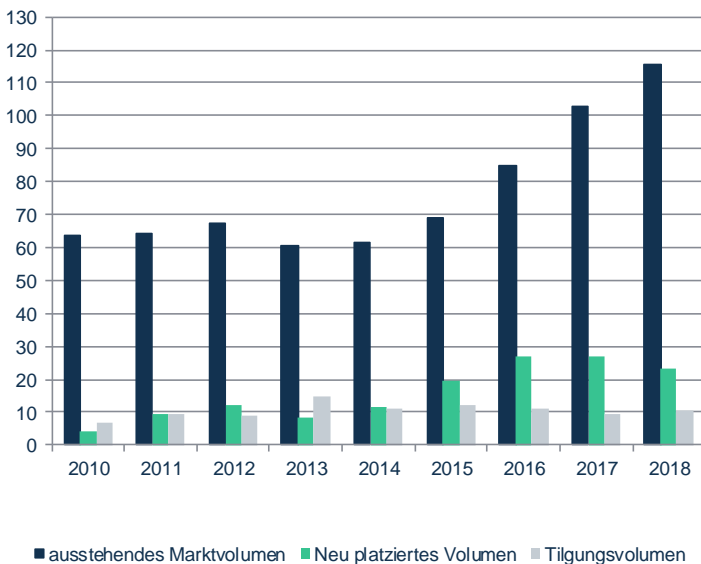
Quellen: LBBW Corporate Finance Origination, LBBW Research

Marktvolumen des SSD-Markts wächst

Trotz des etwas kleineren Neuemissionsvolumens ist das Gesamtvolumen der ausstehenden Schuldscheine von Unternehmen weiter deutlich gewachsen. Das Tilgungsvolumen hinkt dem starken Marktwachstum bei einer durchschnittlichen Laufzeit von schätzungsweise 6 bis 7 Jahren deutlich hinterher. So dürften im abgelaufenen Jahr nach LBBW-Berechnungen rund 10 Mrd. EUR an älteren SSD getilgt worden sein. Daher hat sich das Marktvolumen bei einem Neuemissionsvolumen von 23 Mrd. EUR um rund 13 Mrd. EUR erhöht und einen neuen Rekord von rund 115 Mrd. EUR erreicht.

Weniger Tilgungen
als neue SSD

Ausstehendes Marktvolumen in Mrd. €



Quellen: LBBW Corporate Finance Origination, LBBW Research

Bei normaler Entwicklung dürfte der Markt auch in den nächsten Jahren noch absolut deutlich zunehmen. Das hohe Neuemissionsvolumen aus den Jahren 2015-2018 wird erst ab 2020 zu steigenden Tilgungsvolumina führen und es dürfte darüber hinaus noch einige weitere Jahre dauern, bis das Tilgungsvolumen an das Neuemissionsvolumen heranreicht wird.

Marktumfeld

Neuer Standard für die SSD-Dokumentation

Die britische Loan Market Association (LMA) hat in Zusammenarbeit mit dem Verband Deutscher Treasurer für Schuldscheindarlehen ein vereinheitlichtes Vertragsmuster samt eines Nutzerleitfadens erstellt. Damit reagiert die LMA auf die starke Bedeutungszunahme des Corporate SSD auf deutscher wie internationaler Ebene. Bisher gab es keine einheitlichen Vertragsmuster, sondern je nach Arrangeur gewisse Unterschiede.

Durch die Standardisierung sollen mehrere Ziele erreicht werden. Wichtigstes Ziel ist die Steigerung der Effizienz durch eine standardisierte Dokumentation. Dazu sollen die Übertragung und die Andienung von Forderungen zur Refinanzierung bei Zentralbanken erleichtert werden. Auch die Absicherung von Forderungen aus SSD sowie die regulatorische Einordnung sollen durch die Standardisierung verbessert werden. Überdies kann die Vereinheitlichung die Abbildung von SSD auf Basis neuer Technologien wie z.B. der Blockchain sowie die Vermarktung und den Handel auf digitalen Plattformen erleichtern. Ein LMA-Vertragsmuster dürfte außerdem die Akzeptanz nicht deutschsprachiger Darlehensnehmer erhöhen, welche z.B. im Konsortialkreditgeschäft an LMA-Musterverträge gewöhnt sind.

Insgesamt ergeben sich dennoch keine großen Änderungen zu dem Charakter des SSD-Marktes und der bisherigen Dokumentationspraxis, so dass diese Entwicklung als Evolution und nicht als Revolution zu sehen ist.

Zinsentwicklung am Markt von deutlicher Spreadausweitung geprägt

Das Jahr 2018 war am Anfang von zunehmenden Inflations- und dann aber von wachsende Rezessionsorgen geprägt. Nach einem starken Anstieg der Anleiherenditen bis Mitte Februar 2018 kam es zu einer Korrektur. Im Anschluss entwickelten sich die Renditen in Deutschland und in den USA überaus unterschiedlich. Während die US-Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen Anfang November 2018 noch einen Hochpunkt über 3,2% erreichten, legten die Renditen von deutschen 10-jährigen Staatsanleihen nach dem Hoch über 0,76% bereits ab Mitte Februar wieder den Rückwärtsgang ein. Auch innerhalb von Europa verlief die Renditeentwicklung vor dem Hintergrund von Brexit und expansiven Haushaltsplänen insbesondere der italienischen Regierung sehr divergent.

Das LBBW Research erwartet keinen stärkeren Inflationsdruck und sieht vor diesem Hintergrund nur leicht steigende langfristige Zinsen in Europa und den USA. Auch in den USA trübten sich die Konjunkturaussichten inzwischen etwas ein. Die US-Notenbank hat ihren Zinsanhebungskurs im Dezember zwar im Grundsatz bestätigt, die Marktteilnehmer haben weitere Zinsanhebungen für 2019 jedoch komplett ad

Neuer Standard
bringt Effizienzfort-
schritte

Divergente Ent-
wicklung der Ren-
diten von Staats-
anleihen

acta gelegt und spekulieren gar auf eine Senkung. Das LBBW Research hat die US-Leitzinsprognose von vier auf drei Zinsschritte im Jahr 2019 gesenkt, sieht die Spekulationen auf eine Kurswende aber als verfrüht an. Mit Blick auf die EZB erwarten die Marktteilnehmer, dass diese ihre Leitzinswende mindestens bis in den Sommer 2020 hinein verschiebt. Dies dürfte jedoch ebenfalls überzogen sein. Die Prognosen für die Langfristzinsen beiderseits des Atlantiks hat das LBBW Research per Ende 2019 gleichwohl jeweils moderat auf 3,25% (Treasury) bzw. 0,75% (Bund) gesenkt.

Langfristige Zinsen
dürften nur leicht
steigen

Renditen langfristiger Staatsanleihen



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Die Renditen von Unternehmensanleihen haben den Rückgang von deutschen Bundesanleihen ab Mitte Februar nicht mitvollzogen. Im Gegenteil, die Renditen von Unternehmensanleihen gingen weiter nach oben. Dazu dürften eine gestiegene Risikoaversion, Gewinnwarnungen einiger Unternehmen und die schrittweise Reduzierung des Anleihekaufprogramms durch die EZB beigetragen haben.

Die Renditen von Unternehmensanleihen mit einem A-Rating stiegen im Jahresverlauf moderat an und liegen seit Mitte November 2018 bei etwa einem Prozent. Stärker gingen die Renditen von Unternehmensanleihen mit schwächeren Ratings nach oben. In der Grafik auf der nächsten Seite ist erkennbar, dass Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating von rund einem Prozent zur Jahreswende 2017/2018 um ca. 60 Basispunkte auf jetzt rund 1,6% anzogen.

Die rückläufige Nachfrage, die politischen Unsicherheiten und einige Unternehmensgewinnwarnungen ließen 2018 die Spreads kräftig steigen. Eine vom LBBW Research erwartete Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und China könnte kurzfristig zu einer Erleichterungsrally bei Risikoassets und dementsprechend sinkenden Spreads führen. Per saldo geht das LBBW Research aber für das Gesamtjahr 2019 vor dem Hintergrund der konjunkturellen Eintrübung und dem Ende des EZB-Kaufprogramms trotz der bereits starken Ausweitung von leicht steigenden Spreads aus.

Spreads zwischen
Unternehmens-
und Staatsanleihen
kräftig gestiegen

Spreads dürften
weiter leicht stei-
gen

Renditen Bund und Unternehmensanleihen



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Das Kaufprogramm der EZB für Unternehmensanleihen, das CSPP (Corporate Sector Purchase Programme), das EUR-Anleihen im Investmentgrade umfasst, startete im Juni 2016. 2019 nimmt die EZB keine Nettokäufe mehr vor, sondern legt nur noch die Fälligkeiten neu an. Da keine Umschichtungen aus anderen Assetklassen in das CSPP vorgesehen sind, brechen die Bruttokäufe von ca. 50 Mrd. EUR im vergangenen Jahr 2019 auf 6 Mrd. EUR ein.

Nachfrage geht deutlich zurück

Entwicklung der Anleihespreads



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

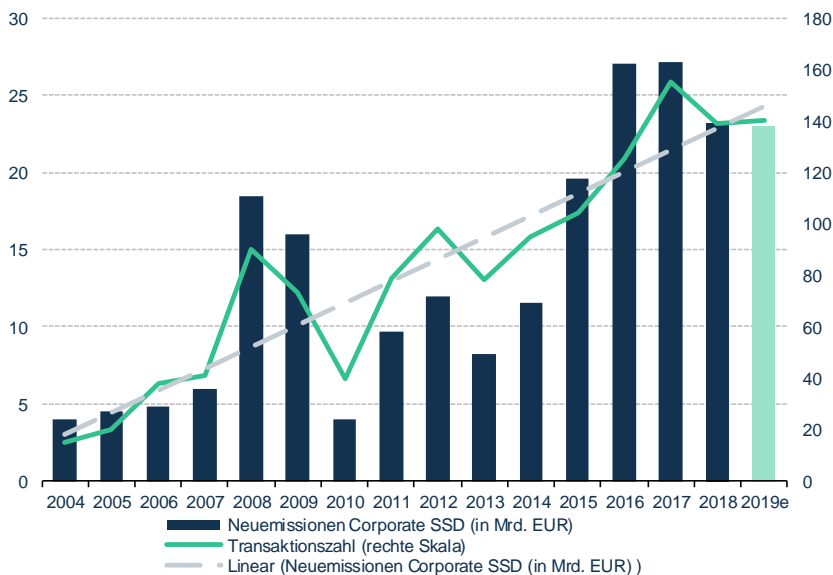
Ausblick 2019: Volumen von ca. 23 Mrd. EUR realistisch

Unsere Konjunkturoptionen erwarten für 2019 ein etwas schwächeres Wachstum in Deutschland sowie eine leichte Steigerung des Zinsniveaus am Kapitalmarkt. Spürbare Unsicherheiten bestehen allerdings hinsichtlich der weiteren Entwicklung des Handelsstreits der USA mit China und Europa. Auch bei der Zinspolitik bleibt die Frage offen, ob die US-Notenbank ihre Zinssteigerungspolitik fortsetzt oder vielleicht doch schon im Falle einer schwächeren Konjunktur schneller als bisher erwartet mäßigt. Überdies dürften uns die Themen Brexit sowie mögliche Wahlerfolge europafeindlicher Parteien erhalten bleiben.

Wir erwarten, dass der Schuldscheinmarkt trotz dieser Unsicherheiten relativ stabil auf dem aktuellen Niveau verharrt. Wir sehen auf der Angebotsseite wie auf der Nachfrageseite eine per Saldo stabile Entwicklung. Wir erwarten daher als erste Indikation für 2019 ein weitgehend unverändertes Marktvolumen für neue SSD von Unternehmen in der Größenordnung von etwa 23 Mrd. EUR. Dazu sollte auch beitragen, dass der Schuldscheinmarkt den Zinsanstieg, der am Markt für Unternehmensanleihen zu verzeichnen war, nicht in dem Ausmaß nachvollzogen hat.

Stagnation auf hohem Niveau erwartet

Marktvolumen für neue SSD



Quellen: LBBW Corporate Finance Origination, LBBW Research

Ansprechpartner Produktlösungen

Corporate Finance Origination
Anleihen, Schuldscheine, Syndizierte Kredite, Eigenkapitalmaßnahmen
+49 711 127-78746

Corporate Finance Spezial
ABS, Akquisitionsfinanzierung
+49 711 127-49379

Zahlungsverkehrslösungen
SEPA, AZV, Cash-Management, Karten, Konten, E-Commerce
+49 711 127-46565

International Business
AZV, Trade and Export Finance, Internationales Netzwerk
+49 711 127-41440

ZWRM
Zins-, Währungs-, Rohstoffmanagement
+49 711 127-75677

SüdLeasing
Mobilienleasing, Vendorleasing, Fördermittel, Mietkauf
+49 711 127-15152

SüdFactoring
Forderungsankauf, Finanzierung, Debitorenmanagement
+49 711 127-78953

Disclaimer

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

Redaktion:
Landesbank Baden-Württemberg
Strategy Research
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart