

# Credit-Spezial Rat(ing)los

20. November 2009

## Nicht geratete Unternehmensanleihen Immer mehr Unternehmen nutzten Kapitalmarkt

### Inhaltsverzeichnis

|  |         |
|--|---------|
| <b>Einleitung</b>  | Seite 2 |
| Immer mehr nicht geratete Unternehmensanleihen erobern den Corporate Bond Markt. | Seite 2 |
| <b>Struktur und Pricing</b>  | Seite 2 |
| Emittenten von nicht gerateten Unternehmensanleihen                              | Seite 2 |
| Aktuelles Pricing nicht gerateter Unternehmensanleihen                           | Seite 3 |
| Pricing nicht gerateter Unternehmensanleihen bei Emission                        | Seite 4 |
| Käufer nicht gerateter Unternehmensanleihen                                      | Seite 5 |
| Schlussfolgerungen   | Seite 6 |

### Kernaussagen

- Immer mehr nicht geratete Unternehmensanleihen werden am Kapitalmarkt scheinbar problemlos platziert. Die Mehrzahl der institutionellen Investoren gibt jedoch an, sich nicht oder nur selektiv an diesen Emissionen zu beteiligen. Käufer dieser Anleihen sind unserer Einschätzung nach vor allem Hold-to-Maturity Investoren wie (Pensions-) Versicherungen und Private.
- Die meisten Emittenten nicht gerateter Anleihen haben vor einer Emission oft nur eine oder keine Anleihen ausstehend und viele bedienen sich des Corporate Bond Marktes das erste Mal.
- Als Grund für die starke Welle an nicht gerateten Emissionen wird der Wunsch der Unternehmen nach Unabhängigkeit von der Bankenfinanzierung genannt. Wir meinen, ja, Unternehmen wollen unabhängiger von ihren Banken werden, überzeugend ist dies jedoch nur bei jenen Unternehmen, die sich vor Emission raten haben lassen oder dies planen zu tun.
- Auffallend ist, dass vor allem nicht geratete quasi High-Yield Namen nicht risikoadäquat gepreist sind, während quasi Investmentgrade Titel diese Funktion deutlich besser erfüllen.
- Wir erwarten zwar für 2010 ein Anhalten des Trends hin zu nicht gerateten Unternehmensanleiheemissionen. Langfristig meinen wir, dass dieses Subsegment des Marktes für Unternehmensanleihen wie auch bereits vor 2009 nur eine untergeordnete Rolle spielen sollte. Damit meinen wir nicht, dass diese Emittenten vom Markt verschwinden werden, sondern, dass sich diese früher oder später raten lassen werden, um sich langfristigen Zugang zum Corporate Bond Markt zu sichern. Die nächste Emission eines aktuell nicht gerateter Emittenten kann so bereits geratet sein.

### Analyst

Christoph Klaper, CFA  
christoph.klaper@raiffeisenresearch.at

### Medieninhaber (Verleger), Herausgeber

Raiffeisen RESEARCH GmbH  
A-1030 Wien, Am Stadtpark 9  
Telefon: +43 1 717 07 - 1521

Dieser Bericht wurde von Raiffeisen RESEARCH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Die in diesem Bericht enthaltenen Angaben, Analysen und Prognosen basieren auf dem Wissensstand und der Markteinschätzung der mit der Erstellung dieses Berichtes betrauten Personen zu Redaktionsschluss. Raiffeisen RESEARCH behält sich in diesem Zusammenhang das Recht vor, jederzeit Änderungen oder Ergänzungen vorzunehmen. Die Vervielfältigung, Weiterleitung und Verteilung von Texten oder Textteilen dieses Berichtes ist ausdrücklich untersagt. Raiffeisen RESEARCH übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit der im Bericht enthaltenen Informationen und/oder für das Eintreten der Prognosen.

Im Wesentlichen werden folgende Quellen verwendet: Thomson Reuters, Bloomberg.

Dieser Bericht richtet sich ausschließlich an Marktteilnehmer, die in der Lage sind, ihre Anlageentscheidungen eigenständig zu treffen und sich dabei nicht nur auf die Analysen und Prognosen von Raiffeisen RESEARCH stützen. Dieser Bericht ist unverbindlich und stellt weder ein Angebot zum Kauf der genannten Produkte noch eine Anlageempfehlung dar. Ausführlicher Disclaimer sowie Offenlegung gemäß § 48f Börsegesetz: <http://www.raiffeisenresearch.at> -> "Disclaimer".

## Einleitung

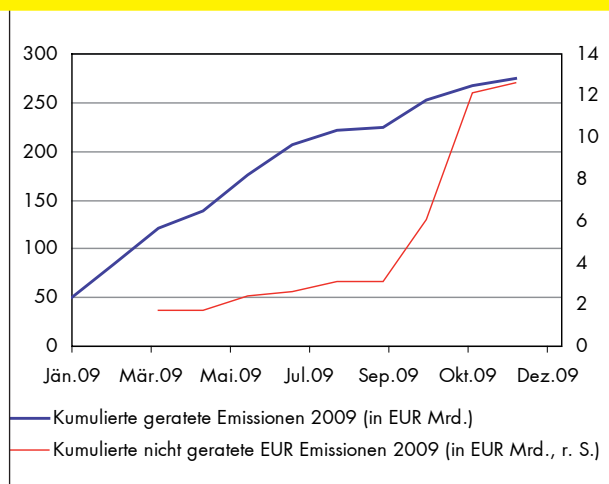
### Immer mehr nicht geratete Unternehmensanleihen erobern den Corporate Bond Markt.

Das positive Sentiment an den Kapitalmärkten hat in den vergangenen Monaten eine – vor der Finanzmarktkrise selten anzutreffende – Spezies hervorgebracht: Nicht geratete Corporate Bonds. Diese Anleihen verfügen über keine externe Bonitätsbeurteilung einer Ratingagentur und demnach über keine externe Aussage über die Ausfallwahrscheinlichkeit. Dennoch konnten auch diese Papiere im Grunde mühelos platziert werden. Etabliert sich hier eine neue attraktive Investmentkategorie?

Alleine seit September 2009 wurden mehr als EUR 8 Mrd. nicht gerateter Corporate Bonds emittiert. Teilweise sind die emittierenden Unternehmen auch nicht börsennotiert, verfügen nur eingeschränkt über Kapitalmarkterfahrung und unterliegen nur eingeschränkt strengen und regelmäßigen Berichtspflichten.

Einer weiteren Frage, der wir hier nachgehen wollen ist: Wer kauft diese Anleihen? Laut einer aktuellen Umfrage von J.P. Morgan unter institutionellen Credit Investoren (European High Grade Credit Investor Survey, 3. November 2009) geben 58 % der Befragten an, sich nicht an diesen Emissionen beteiligt zu haben. 36 % meinten nur selektiv an einigen dieser Emissionen beteiligt gewesen zu sein. 76 % aller Befragten erwarten jedoch, dass dieses Segment weiter wachsen wird. Als Grund für das erwartete Wachsen dieses Segments wird die Abkehr vieler Unternehmen von ihren Banken als wesentlichste Finanzierungsquelle gesehen. Erlebt der Corporate Bond Markt eine Flut nicht gerateter Neuemissionen?

### EUR Emissionen



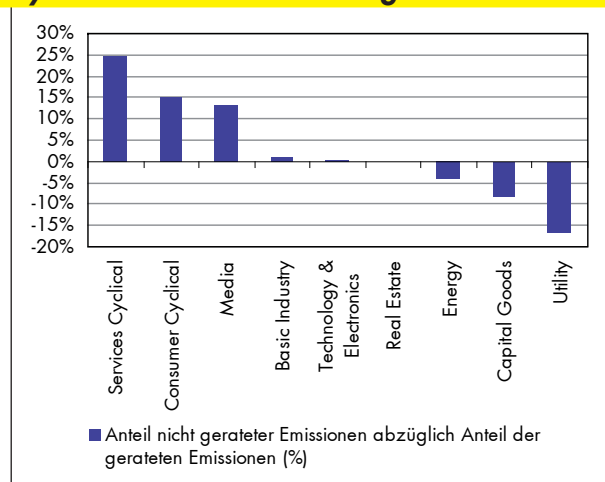
Quelle: Raiffeisen RESEARCH, LBBW Credit Research, Bloomberg

## Struktur und Pricing

### Emittenten von nicht gerateten Unternehmensanleihen

Von den rund EUR 12 Mrd. an Emissionsvolumen nicht gerateter Unternehmensanleihen präsentieren sich vor allem zyklische Werte als die größten Emittenten in diesem Segment (siehe nächste Abbildung). Deutlich unterrepräsentiert sind hingegen Energieunternehmen und Versorger sowie Unternehmen der Investitionsgüterindustrie.

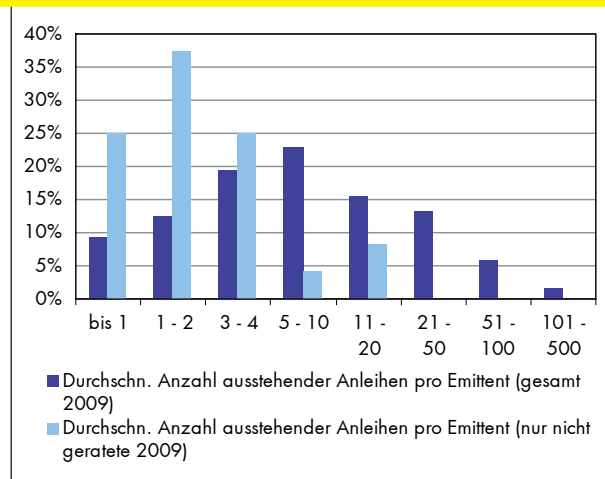
### Zyklische Werte sind nicht geratet!



Quelle: Raiffeisen RESEARCH, LBBW Credit Research, Bloomberg

Zudem hatte der Großteil der Emittenten nicht gerateter Unternehmensanleihen vor der Emission oft nur eine oder gar keine Anleihen ausstehend und viele bedienen sich nun das erste Mal des Corporate Bond Marktes für Finanzierungszwecke. Zum Vergleich: Ein durchschnittlicher Emittent am Corporate Bond Markt 2009 hat durchschnittlich bereits sechs bis sieben Bonds ausstehend.

### Anzahl ausstehender Bonds der Emittenten

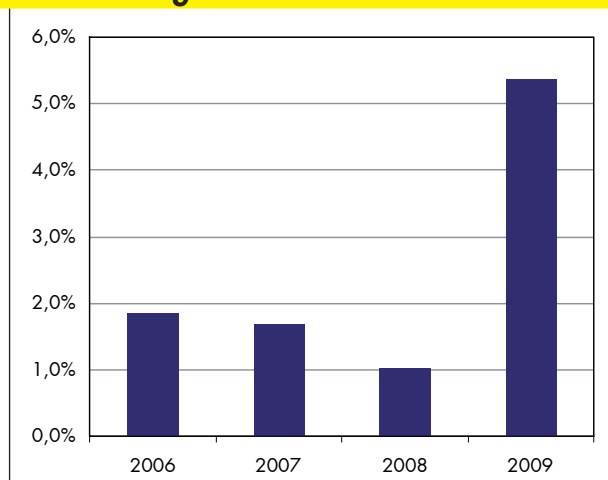


Quelle: Raiffeisen RESEARCH, LBBW Credit Research, Bloomberg

Berücksichtigt man die zurückhaltende Kreditvergabe der Banken, so verwundert es nicht, dass immer mehr nicht geratete Unternehmen Anleihen emittieren, da die alternative Kreditfinanzierung teilweise nicht mehr zur Verfügung steht. Gleichzeitig profitieren Banken davon, wenn sie auch nicht geratete Emittenten bei der Platzierung begleiten und so die derzeit bevorzugten Provisionserträge (ohne Belastung der Kreditlimite) generieren. Die Interessen der Banken als auch vieler Unternehmen stimmen so momentan überein und befördern das Emissionsvolumen nicht gerateter Unternehmensanleihen auf einen historischen Höchststand. Dies lässt darauf schließen, dass auch für 2010 weitere Emissionen nicht gerateter Emittenten zu erwarten sind.

Vor 2009 waren maximal 1-2 % aller Non-Financials Corporate Bond Emissionen nicht geratet. Man erinnere sich an „Vor-Krisen-Zeiten“, als bei sehr niedrigen Risikoprämien Unternehmen nur sehr schwer Unternehmensanleihen platzieren konnten. 2009 beträgt der Anteil nicht gerateter Unternehmensanleihen bereits über 5 % aller Neuemissionen, vor allem im zweiten Halbjahr war eine deutliche Zunahme der Emissionsdynamik zu beobachten.

## Anteil nicht gerateter Emissionen\*



\* am gesamten Emissionsvolumen  
Quelle: Raiffeisen RESEARCH, LBBW Credit Research, Bloomberg

Damit diese Unternehmen nachhaltig dem Corporate Bond Markt erhalten bleiben, sind wir jedoch der Meinung, dass sich diese früher oder später einem Ratingprozess unterziehen werden müssen. Der Grund dafür ist einleuchtend: Für ein Unternehmen entstehen i.d.R. höhere Finanzierungskosten ohne Rating als mit Rating.

Eine langfristige Unabhängigkeit der Unternehmen von Banken als Finanzierungsquelle macht ökonomisch betrachtet nur dann Sinn, wenn sich diese Unternehmen einem Ratingprozess unterziehen und

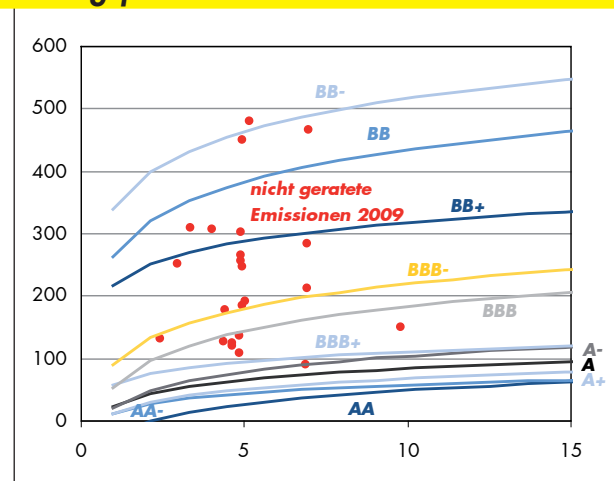
sich so (im Vergleich zu einem nicht gerateten Status) günstiger finanzieren können. Dient der Corporate Bond Markt hingegen nur als kurzfristige Ausweichfinanzierungsquelle und planen Unternehmen nach der „Krise“ eine Rückkehr zu ihrer Hausbank oder stellen diese eine künftige Bankfinanzierung wieder in Aussicht, dann passt das aktuell hohe Emissionsvolumen nicht gerateter Unternehmen besser ins Bild.

Wir meinen, ja, Unternehmen wollen unabhängiger von ihren Banken werden, überzeugend ist dies jedoch nur bei jenen Unternehmen, die sich vor Emission raten haben lassen oder dies planen zu tun. Demnach sollte das Segment der gerateten Emissionen steigen und nicht jenes der nicht gerateten Emissionen. Den Beweis liefern die Unternehmen selbst. Jene, die sich öfters des Corporate Bond Marktes als Finanzierungsquelle bedienen, sind nämlich geratet. Nur jene, die dies nicht tun, verzichten auch schon mal gerne auf ein Rating.

## Aktuelles Pricing nicht gerateter Unternehmensanleihen

Wären nicht geratete Unternehmensanleihen geratet, würden sich die 2009 emittierten Bonds in beinahe allen Ratingsegmenten befinden. Orientiert man sich am Pricing, so handelt es sich bei diesen unserer Beurteilung nach um Anleihen, die ein Ratingpektrum von A bis BB- abdecken.

## Pricingspektrum

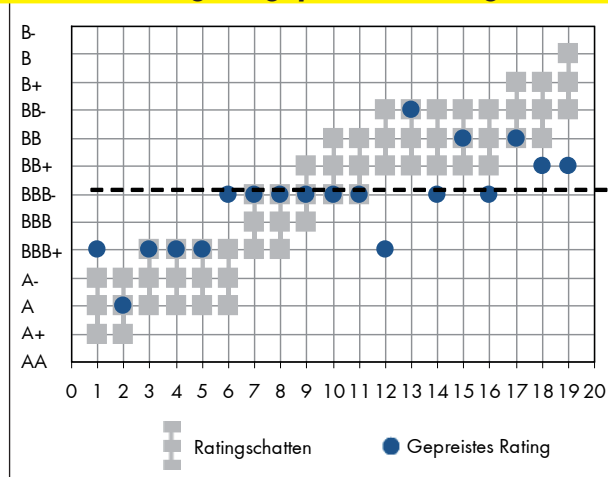


Quelle: Raiffeisen RESEARCH, LBBW Credit Research, Bloomberg

Wir haben die neu emittierten nicht gerateten Unternehmensanleihen mit einem „Schattenrating“ bzw. einer Ratingeinschätzung und damit einer Indikation eines möglichen externen Ratings versehen. Die Einschätzung beruht auf einer Merton-Modell Analyse (= quantitative Ermittlung einer Ausfallwahrscheinlichkeit auf Basis von Bilanz- und Aktienmarktdaten) und einer Analyse der wichtigsten Finanzkennzahlen

bzw. den Ratingtreibern dieser Unternehmen. Wir beanspruchen dabei nicht, dass es sich bei unserem Schattenrating um eine exakte Bestimmung eines möglichen externen Ratings handelt, sondern möchten zeigen, wie stark das marktimplizite Rating nicht gerateter Unternehmensanleihen von einer quantitativ/fundamentalen Einschätzung eines möglichen Ratings differieren kann.

## Schattenrating vs. gepreistes Rating



1) ... 3,75 % CHRISTIAN DIOR 2014, 2) ... 4,625 % HEINEKEN NV 2016, 3) ... 4,75 % BEWAG - BURGENLAEND ELEK 2014, 4) ... 4,75 % ADIDAS INTL FINANCE BV 2014, 5) ... 5,25 % FRAPORT AG 2019, 6) ... 5,375 % DAVIDE CAMPARI-MILANO SP 2016, 7) ... 4,875 % APMOLLER-MAERSKA/S 2014, 8) ... 5,5 % HAVASSA 2014, 9) ... 5,75 % UCB SA 2014, 10) ... 4,875 % LAGARDERE SCA 2014, 11) ... 6,125 % CA IMMOBILIEN ANLAGEN AG 2014, 12) ... 5 % SPAR OESTER. WARENHANDEL 2014, 13) ... 8,375 % RALLYE SA 2015, 14) ... 6,75 % AIR FRANCE-KLM 2016, 15) ... 7,625 % RALLYE SA 2016, 16) ... 5,375 % SIXT AG 2012, 17) ... 6,5 % FCC 2014, 18) ... 6,375 % OTTO GMBH & CO KG 2013, 19) ... 7 % EVONIK INDUSTRIES AG 2014

Quelle: Raiffeisen RESEARCH, LBBW Credit Research, Bloomberg

Auffallend ist, dass vor allem quasi High-Yield Namen nicht risikoadäquat gepreist sind, während sich das Pricing von quasi Investmentgrade Titel deutlich besser an den Schattenratings orientiert, also risikoadäquat gepreist sind. D.h. nicht geratete quasi High-Yield Unternehmensanleihen sind tendenziell teuer gepreist. Obige Darstellung soll dies verdeutlichen. Während das Schattenrating (grau) die fundamentale Einschätzung eines möglichen Ratings widerspiegelt (und die Grundlage für die Zuordnung in das High-Yield oder Investmentgrade-Segment ist), zeigt das gepreiste Rating (blau), zum Nachteil der Käufer dieser Anleihen teilweise beträchtliche Unterschiede zum Schattenrating. Umgekehrt präsentiert sich das Bild im Falle von nicht gerateten, aber quasi Investmentgrade Unternehmensanleihen. Hier kompensiert unserer Einschätzung nach der Markt für das vorhandene Ausfallrisiko gut bis sehr gut.

Für Hold-to-Maturity Investoren bietet unserer Einschätzung nach vor allem das nicht geratete quasi Investmentgrade Segment noch gute Möglichkeiten. Trotzdem: So lange diese Unternehmen über kein externes Rating verfügen, bleibt es Aufgabe des Investors, laufend eine Bonitätseinstufung vorzunehmen, um die erste Prämisse am Kapitalmarkt erfüllen zu können: „Know your risk!“.

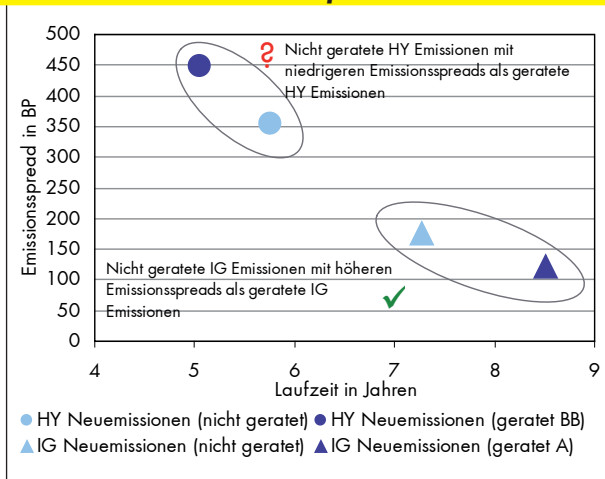
## Pricing nicht gerateter Unternehmensanleihen bei Emission

Wir sind der Meinung, dass nicht geratete Unternehmensanleihen gegenüber ihren gerateten Pendanten im Durchschnitt höhere Risikoprämien zahlen sollten. Dies ist auch bei Investmentgradeemissionen deutlich erkennbar (siehe nachfolgende Grafik). **Nicht geratete Unternehmensanleihen** mit einem durchschnittlichen Schattenrating von A wiesen bei Emission **höhere Risikoprämien** auf, **als vergleichbare Unternehmensanleihen** mit externem A Rating, die in etwa zur gleichen Zeit emittiert wurden.

Dies ist stimmig, denn ein externes Rating besitzt für den Investor i.d.R. einen bestimmten Wert, der in Form niedrigerer Risikoprämien zum Ausdruck kommt. D.h. der Investor bezahlt implizit für das Rating in dem er dem Unternehmen eine kostengünstigere Finanzierung zur Verfügung stellt, als wenn das Unternehmen nicht geratet wäre. Ist das Unternehmen nicht geratet, entstehen dem Investor Opportunitätskosten (z.B. selbständige Ermittlung eines Ratings, laufendes Monitoring desselben), die er kompensiert sehen möchte. D.h. der Investor sollte, sofern er in der Lage ist diese Opportunitätskosten zu ermitteln und zu bewerten, in Form höherer Risikoprämien entlohnt werden.

Eine umgekehrte Logik scheint der Markt bei High-Yield Anleihen an den Tag zu legen. **Nicht geratete Unternehmensanleihen** mit einem durchschnittlichen **Schattenrating von BB** wiesen bei Emission **niedrigere Risikoprämien** auf, als vergleichbare Unternehmensanleihen mit offiziellem BB Rating, die in etwa zur gleichen Zeit emittiert wurden.

## Neuemissionen seit September 2009



Quelle: Raiffeisen RESEARCH, LBBW Credit Research, Bloomberg

Obwohl wir den Verdacht haben, dass vor allem Retail-Investoren nicht geratete quasi High-Yield Unternehmensanleihen in der Vergangenheit gekauft haben, stellen diese Unternehmensanleihen gerade eben für diese Investorenbasis im Grunde kein geeignetes Investment dar.

**Interpretation:** Während das Pricing von Investmentgrade-Neuemissionen nachvollziehbar ist, glauben wir allerdings, dass High-Yield Risiken (weil sie nicht als solches ad hoc zu erkennen sind) teilweise auch nicht identifiziert werden. Dies führt uns zur Frage: Wer kauft diese Anleihen und warum kommt es vor allem bei bonitätsschwachen High-Yield Bonds zu einem scheinbaren misspricing?

### Käufer nicht gerateter Unternehmensanleihen

1) Laut European High Grade Credit Investor Survey (siehe Einleitung) nimmt die Mehrzahl der institutionellen Marktteilnehmer gar nicht (58 %) oder nur selektiv an diesen Emissionen teil (36 %). Demnach ist zu vermuten, dass tendenziell Retail- und nicht institutionelle Investoren solche Anleihen kaufen.

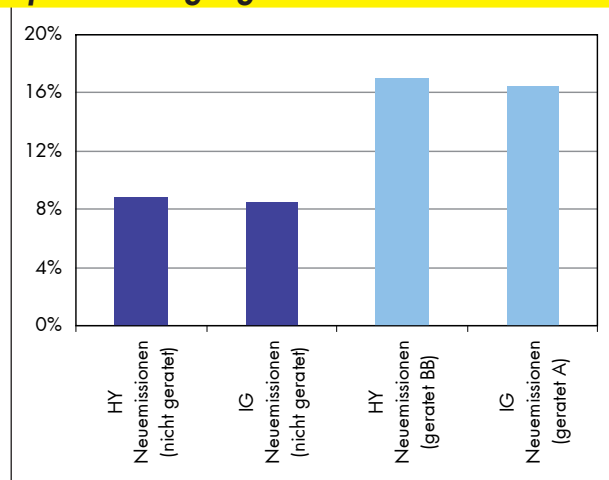
2) Die Investorenbasis für High-Yield Unternehmensanleihen ist verglichen mit Investmentgrade Anleihen deutlich kleiner. Vor allem institutionelle Investoren können selber Schattenratings ermitteln und nicht risikoadäquate Pricings identifizieren. Wir vermuten daher, dass sich diese Investorenbasis im Rahmen der nicht gerateten Emissionen vornehmlich an risikoadäquat gepreisten Investmentgrade Emissionen beteiligt hat.

3) Vor allem institutionelle Investoren haben sich bei der Veranlagung an bestimmte Spielregeln zu halten. So gibt es sehr oft die Vorgabe, nur in Anleihen mit

einem Investmentgrade-Rating investieren zu dürfen oder es muss zumindest ein Rating einer externen Ratingagentur vorhanden sein, um überhaupt investieren zu dürfen. Unter Annahme, dass ein Unternehmen seine Unternehmensanleihen auch langfristig breit gestreut platzieren, die Wahrscheinlichkeit eines Platzierungserfolg erhöhen und das Refinanzierungsrisiko senken möchte, ergibt sich automatisch der Anreiz, sich einem externen Ratingprozess zu unterziehen. Bestehen diese Voraussetzungen nicht, ergibt sich auch kein Anreiz sich einem möglicherweise langwierigen und kostspieligen Ratingprozess zu unterziehen.

4) Die Spreadperformance nicht gerateter Unternehmensanleihen fiel kurz nach Emission (zwei Wochen) deutlich geringer aus als bonitätsähnliche, jedoch geratete Unternehmensanleihen (siehe nachfolgende Grafik). Dies lässt darauf schließen, dass es sich bei diesen Bonds weniger um stark gehandelte Bonds handelt, sondern schneller den Weg in Hold-to-Maturity Portfolios finden. Klassische Hold-to-Maturity Investoren sind (Pensions-) Versicherungen und Private.

### Spreadeinengung in %\*



\* jeweils zwei Wochen nach Emission

Quelle: Raiffeisen RESEARCH, LBBW Credit Research, Bloomberg

5) Bei den nicht gerateten Anleiheemissionen handelt es sich i.d.R. um seltene Namen am Corporate Bond Markt (oft nur eine oder gar keine Anleihen ausstehend), weshalb diese Titel die Möglichkeit einer erweiterten Diversifikation für institutionelle Investoren bieten. Dieses Merkmal stellt für uns den wesentlichsten Grund des Erwerbs von nicht gerateten Unternehmensanleihen durch Fondsgesellschaften dar. Wobei wir davon ausgehen, dass sich diese hauptsächlich an den „fair“ gepreisten quasi Investmentgrade Unternehmensanleihen beteiligt haben.

## Schlussfolgerungen

Die starke Nachfrage nach Neuemissionen, die Suche nach hoher Rendite, die Möglichkeit zusätzlicher Diversifikationsmöglichkeiten, und die Tatsache, dass viele geratete Unternehmen bereits ausfinanziert sind, hat dazu geführt, dass auch nicht geratete Unternehmen heikler Sektoren platzierungsfähig sind. Dies jedoch ohne einen mitunter langwierigen und kostspieligen Ratingprozess über sich ergehen lassen zu müssen.

Kommt es zu einer weiteren Normalisierung der Finanzmärkte, so bedeutet dies, dass die Zahl nicht gerateter Neuemissionen deutlich sinken wird. Damit meinen wir nicht, dass diese Emittenten vom Markt verschwinden werden, sondern, dass sich diese früher oder später raten lassen werden, um sich langfristigen Zugang zum Corporate Bond Markt zu sichern. Die nächste Emission eines aktuell nicht gerateter Emittent kann so bereits geratet sein. Dadurch scheint das Segment der nicht gerateten Unternehmensanleihen langsam zu verschwinden. Tatsächlich trägt dies aber dazu bei, dass das gesamte Corporate Bond Universum wachsen wird.

## Nicht geratete Unternehmensanleihen

| ISIN         | Name                                  | Fälligkeit | Volumen in EUR Mio. | Schatten-rating | Gepreistes Rating | Rendite in % | ASW in BP |
|--------------|---------------------------------------|------------|---------------------|-----------------|-------------------|--------------|-----------|
| XS0421464719 | 7,125 % HEINEKEN NV 2014              | 07.04.2014 | 1000                | A               | BBB+              | 3,70         | 124       |
| AT0000A0DJX7 | 4,75 % BEWAG - BURGENLAEND ELEK 2014  | 03.07.2014 | 200                 | A-              | BBB+              | 3,74         | 113       |
| XS0439260398 | 4,75 % ADIDAS INTL FINANCE BV 2014    | 14.07.2014 | 500                 | A-              | BBB+              | 3,85         | 123       |
| XS0447977801 | 5,25 % FRAPORT AG 2019                | 10.09.2019 | 800                 | A-              | BBB+              | 5,00         | 150       |
| AT0000A0EN38 | 5 % SPAR OESTER. WARENHANDEL 2014     | 18.09.2014 | 200                 | BB              | BBB+              | 4,03         | 136       |
| FR0010805309 | 3,75 % CHRISTIAN DIOR 2014            | 23.09.2014 | 350                 | A               | BBB+              | 3,77         | 106       |
| FR0010806745 | 8,375 % RALLYE SA 2015                | 20.01.2015 | 500                 | BB              | BB-               | 7,50         | 477       |
| FR0010808071 | 4,875 % LAGARDERE SCA 2014            | 06.10.2014 | 1000                | BB+             | BBB-              | 5,34         | 255       |
| AT0000A0EXE6 | 6,125 % CA IMMOBILIEN ANLAGEN AG 2014 | 16.10.2014 | 150                 | BB+             | BBB-              | 5,27         | 258       |
| XS0456567055 | 4,625 % HEINEKEN NV 2016              | 10.10.2016 | 400                 | A               | A                 | 4,00         | 90        |
| XS0456708212 | 7 % EVONIK INDUSTRIES AG 2014         | 14.10.2014 | 750                 | B+              | BB+               | 5,66         | 302       |
| XS0457848272 | 5,375 % DAVIDE CAMPARI-MILANO SP 2016 | 14.10.2016 | 350                 | A-              | BBB-              | 5,25         | 210       |
| FR0010814459 | 6,75 % AIR FRANCE-KLM 2016            | 27.10.2016 | 700                 | BB              | BBB-              | 5,92         | 283       |
| FR0010815472 | 7,625 % RALLYE SA 2016                | 04.11.2016 | 500                 | BB              | BB                | 7,88         | 461       |
| BE6000431112 | 5,75 % UCB SA 2014                    | 27.11.2014 | 750                 | BBB-            | BBB-              | 4,55         | 184       |
| XS0462887349 | 4,875 % AP MOLLER-MAERSK A/S 2014     | 30.10.2014 | 750                 | BBB             | BBB-              | 4,58         | 184       |
| FR0010820217 | 5,5 % HAVAS SA 2014                   | 04.11.2014 | 350                 | BBB             | BBB-              | 5,17         | 243       |
| DE000A1A6UM3 | 5,375 % SIXT AG 2012                  | 06.11.2012 | 300                 | BB              | BB+               | 4,55         | 243       |
| XS0467329016 | 6,375 % OTTO GMBH & CO KG 2013        | 20.11.2013 | 500                 | BB-             | BB+               | 5,46         | 301       |

Anm.: Werte sind indikativ, ASW . . . Asset Swap Spread  
Quelle: Raiffeisen RESEARCH, LBBW Credit Research, Bloomberg

# Credit-Spezial

## Impressum

Redaktionsschluss: 20. November 2009

### Redaktion

Raiffeisen RESEARCH GmbH  
A-1030 Vienna, Am Stadtpark 9  
Telefon: +43 1 717 07-1521

#### **Autor:**

Christoph Klaper, CFA (in Kooperation mit LBBW Credit Research)

#### **Economics and Financial Markets Research**

##### **Leitung:**

Peter Brezinschek (1517)

##### **Volkswirtschaft, Anleihen, Währungen:**

Valentin Hofstätter (Leitung, 1685), Jörg Angele (1687), Walter Demel (1526), Wolfgang Ernst (1500), Ingo Jungwirth (2139), Marcian Kopaczynski (1423), Julia Neudorfer (5842), Andreas Schwabe (1389), Gintaras Shlizhyus (1343), Gottfried Steindl (1523), Martin Stelzeneder (1614)

##### **Credit/Corporate Bonds:**

Christoph Klaper (Leitung, 1652), Martin Kutny (2013), Doris Oswald (1631), Manuel Schreiber (3533), Gleb Shpilevoy (1461), Birgit Sigl (2860), Alexander Sklemin (1212), Beatrix Thaler (5924)

##### **Aktien:**

Helge Rechberger (Leitung, 1533), Aaron Alber (1513), Christian Hinterwallner (1633), Jörn Lange (2163), Hannes Loacker (1885), Richard Malzer (5935), Johannes Mattner (1463), Christine Nowak (1625), Leopold Salcher (2176), Andreas Schiller (1358), Connie Schumann (2178), Magdalena Wasowicz (2169)

##### **Quant Research/Emerging Markets:**

Veronika Lammer (Leitung, 3741), Lydia Kranner (1609), Nina Kukic (1635), Christian Link (1355), Andreas Reschreiter (1683), Josef Wolfesberger (1529)

##### **Technische Analyse:**

Klemens Hrovath (1421), Robert Schittler (1537)

---

Die in dieser Broschüre enthaltenen Angaben, Analysen und Prognosen dienen, trotz sorgfältiger Recherchen, lediglich der unverbindlichen Information unserer Kunden und basieren auf dem Wissenstand und der Markteinschätzung der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss.

Diese Broschüre kann die Beratung für den An- oder Verkauf von Wertpapieren oder für Veranlagungen nicht ersetzen. Wenden Sie sich diesbezüglich bitte an Ihren Berater in der Raiffeisenbank.

Haftungsausschluss:

Jegliche Haftung im Zusammenhang mit der Erstellung dieser Broschüre, insbesondere für die Richtigkeit und Vollständigkeit ihres Inhaltes oder für das Eintreten der darin erstellten Prognosen, ist ausgeschlossen.

Ausführlicher Disclaimer sowie Offenlegung gemäß § 48f Börsegesetz: <http://www.raiffeisenresearch.at> -> "Disclaimer".