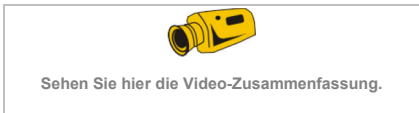


# Economic Insight

8. November 2016

## Standortqualität: Deutschland nur noch EU-Mittelmaß

Nichts ist gefährlicher als Selbstzufriedenheit. Das bekommt auch Deutschland zu spüren. Nach unserer Analyse des Doing Business Berichts der Weltbank ist Deutschland in puncto Standortqualität seit der Finanzkrise von den vorderen Plätzen ins Mittelfeld der EU-Länder abgerutscht. Hingegen haben osteuropäische Länder fleißig Reformen umgesetzt und Deutschland überholt.



## Deutschland fällt im internationalen Standortwettbewerb zurück

Seit der Finanzkrise hat sich die Attraktivität Deutschlands als Wirtschaftsstandort im Vergleich zu anderen EU-Ländern spürbar verschlechtert. Das zeigt unsere Analyse des kürzlich von der Weltbank veröffentlichten Doing Business Berichts, der die Standortqualität eines Landes aus der Sicht klein- und mittelständischer Unternehmen bewertet. Wir haben für jeden der 46 Weltbank-Indikatoren ermittelt, wie stark Deutschland von den Ergebnissen des jeweils besten EU-Landes abweicht. Diese Abstände haben wir normiert und gemittelt.<sup>1</sup> Dieser Wert gibt dann den Gesamtabstand zu einem hypothetischen Top-Standort in der EU wieder.

Die gute Nachricht ist, dass der Abstand Deutschlands zu dem hypothetischen Top-Standort seit 2012 weitgehend konstant geblieben ist, nachdem sich Deutschland zwischen 2009 und 2012 immer weiter vom hypothetischen Top-Standort entfernt hatte (Grafik 1). Die schlechte Nachricht ist, dass Deutschland im EU-Vergleich auf der Rangliste dennoch seit 2012 von Platz 12 auf 14 abgerutscht ist (Grafik 2). Deutschland hat sich also nicht weiter vom Top-Standort entfernt, wurde aber von anderen Ländern überholt, die Deutschland auf einen hinteren Platz verwiesen.

## Deutschland war nicht untätig ...

Dabei ist es nicht so, dass Deutschland nichts getan hätte. In den vergangenen Jahren ist es erheblich leichter geworden, ein Unternehmen zu gründen. Brauchte ein Gründer 2009 noch 17½ Tage, waren dies 2009 nur noch 10½ Tage. Gleichzeitig haben sich die Kosten für eine Unternehmensgründung von 5% des Pro-Kopf-Einkommens mehr als halbiert (2%).

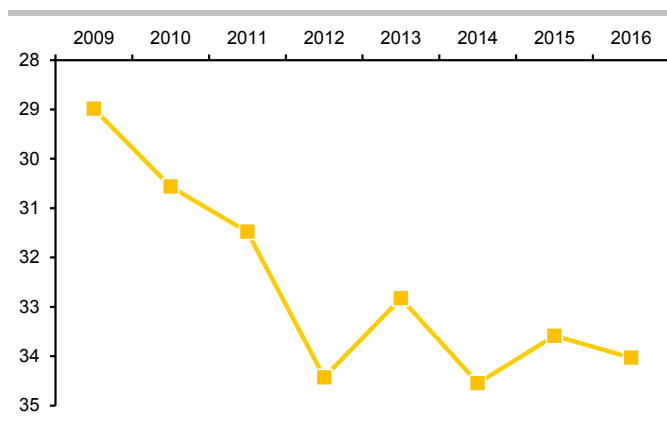
Autor:

**Dr. Marco Wagner**  
+49 69 136 84335  
marco.wagner@commerzbank.com

Chefvolkswirt:

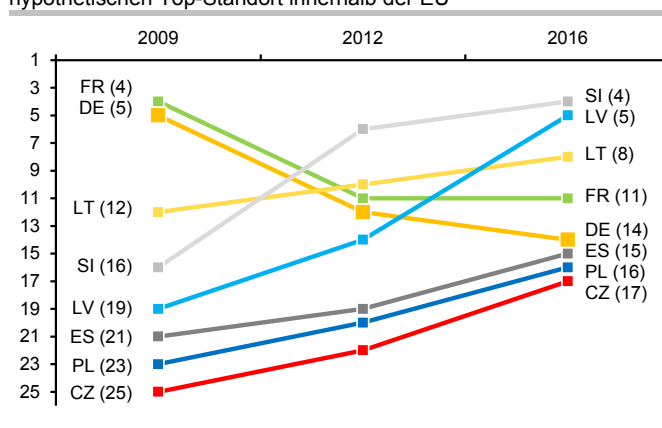
**Dr. Jörg Krämer**  
+49 69 136 23650  
joerg.kraemer@commerzbank.com

GRAFIK 1: **Deutschland hält den Abstand zum Top-Standort**  
Abstand Deutschlands zu einem hypothetischen Top-Standort innerhalb der EU, in Prozent



Quellen: Weltbank, Commerzbank Research

GRAFIK 2: **... aber andere Länder ziehen vorbei**  
Länderranking nach Standortqualität innerhalb der EU-Länder; in Klammern: Ranglistenplatz; Standortqualität: Abstand zu einem hypothetischen Top-Standort innerhalb der EU



Quellen: Weltbank, Commerzbank Research

<sup>1</sup> Der Doing-Business-Index hat zehn Teilindikatoren, die durch 46 Unterindikatoren quantifiziert werden. Zunächst berechnen wir, wie weit der Wert (w) jedes Unterindicators eines Landes vom jeweils besten Unterindikator-Wert aller Länder (min) entfernt ist. Den Ausdruck (w – min) normieren wir, indem wir ihn durch den Abstand zwischen dem schlechtesten Wert (max) und min teilen: (w – min)/(max – min). Anschließend mitteln wir die normierten Abstände eines Landes über alle Unterindikatoren eines Teilindicators und anschließend über alle Teilindikatoren.

Bitte beachten Sie die rechtlichen Hinweise auf den Seiten 5 und 6.

Außerdem ist das Mindeststammkapital von 41% des Pro-Kopf-Einkommens auf 33% gesunken. Neben der Gründung von Unternehmen ist es günstiger geworden, diese mit Elektrizität zu versorgen. Ein Stromanschluss für Firmen kostet heute 41% des Pro-Kopf-Einkommens, rund 10% weniger als 2009. Und sollte ein bestehendes Unternehmen in die Insolvenz geraten, können Gläubiger damit rechnen, dass im Zuge eines Insolvenzverfahrens 84% ihres eingesetzten Kapitals erlöst werden, während dies 2009 nur 80% waren.

### ... hat aber auch Rückschritte gemacht

Allerdings haben sich andere Rahmenbedingungen verschlechtert. Heutzutage benötigen klein- und mittelständische Unternehmen 220 Stunden für ihre Steuererklärung, zehn Stunden länger als 2012 und 20 Stunden länger als 2009. Gleichzeitig ist die Steuerlast schrittweise von 44% der Gewinne im Jahr 2009 auf 49% im Jahr 2016 gestiegen. Damit liegt Deutschland deutlich über dem Durchschnitt der EU-Länder von 41% und fernab von steuerlich günstigen Ländern wie Irland (26%) und den aus steuerlicher Sicht Top-Standorten Kroatien und Luxemburg (21%) (Grafik 3). Außerdem hat sich die Registrierung von Immobilien verteuert. Es kostet heute im Mittel rund 7% des Pro-Kopf-Einkommens, um Grundstücke oder Gebäude eintragen zu lassen, während dies vor sieben Jahren noch 5% waren. Diese Verteuerung dürfte hauptsächlich darauf zurückzuführen sein, dass nahezu alle Bundesländer seit der Finanzkrise wenigstens einmal die Grunderwerbsteuer angehoben haben, um ihre Haushaltslöcher zu stopfen.

### Lettland, Litauen und Slowenien überholen

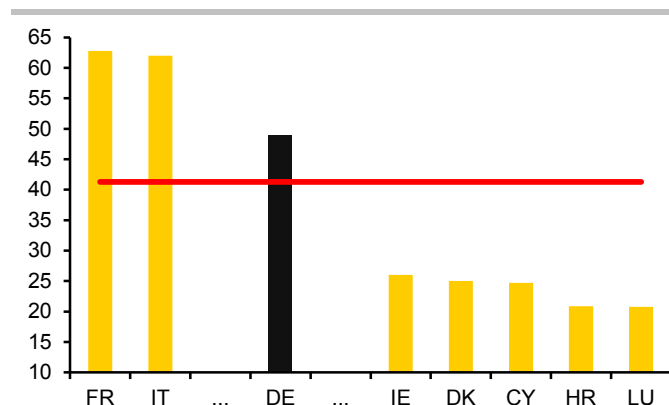
Gleichzeitig haben sich andere Länder, allen voran Lettland, Litauen und Slowenien, in den vergangenen sieben Jahren mehr Mühe gegeben und Reformen konsequent umgesetzt, so dass diese im Standort-Ranking mittlerweile vor Deutschland liegen (Grafik 2, Seite 1). Diese Länder haben die öffentliche Administration erheblich verschlankt und effizienter gestaltet, was sich eindrucksvoll bei den Unternehmensgründungen zeigt. Nachdem dieser Prozess 2009 in Lettland und Litauen 15 bzw. 26 Tage dauerte, sind dafür heute in beiden Ländern gerade noch 5½ Tage nötig (Grafik 4). In Slowenien können Entrepreneure in 7 Tagen den Geschäftsbetrieb aufnehmen, 1½ Tage schneller als 2009. Außerdem hat Lettland 2011 das einzubringende Mindeststammkapital abgeschafft, das 2009 14% des Pro-Kopf-Einkommens betragen hatte.

Bei der Steuerbelastung stechen die drei Länder Deutschland schon lange aus. Während diese in Deutschland in den letzten sieben Jahren stetig gestiegen ist und zurzeit 49% der Gewinne an den Fiskus abgeführt werden, ist die Belastung in den anderen Ländern gesunken und beträgt heute in Slowenien nur 31%, in Lettland 36% und in Litauen 43% (Grafik 5, Seite 3).

### Spanien, Polen und Tschechien schließen auf

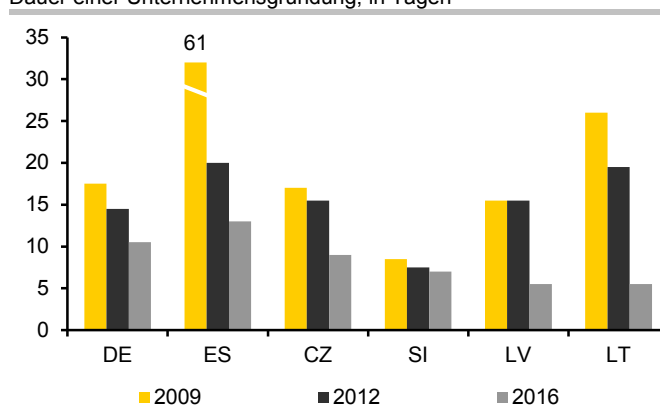
Während Lettland, Litauen und Slowenien mittlerweile an Deutschland vorbeigezogen sind, konnten Spanien, Polen und die Tschechische Republik zu Deutschland aufschließen (Grafik 2, Seite 1). Unternehmensgründungen gehen in Spanien heute in 13 Tagen von statten (2009: 61 Tage) und in Tschechien in 9 Tagen (2009: 17 Tage) (Grafik 4). Außerdem verzichtet Tschechien seit 2014 auf ein Mindeststammkapital, nachdem es zuvor bei rund 30% des Pro-Kopf-Einkommens lag.

GRAFIK 3: **Deutschland ein Hochsteuerland**  
Steuerbelastung für Unternehmen, in Prozent der Gewinne



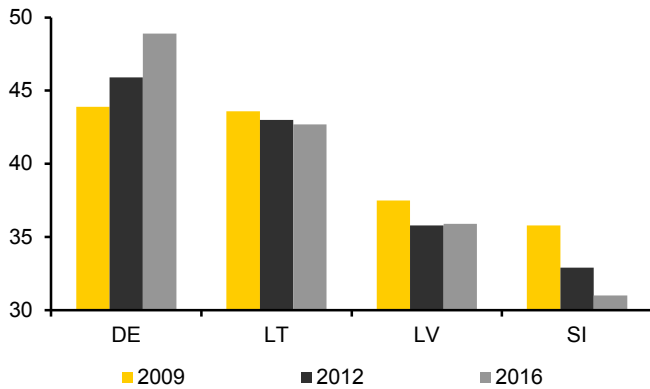
Quellen: Weltbank, Commerzbank Research

GRAFIK 4: **Schnelle Unternehmensgründung in Lettland und Litauen**  
Dauer einer Unternehmensgründung, in Tagen



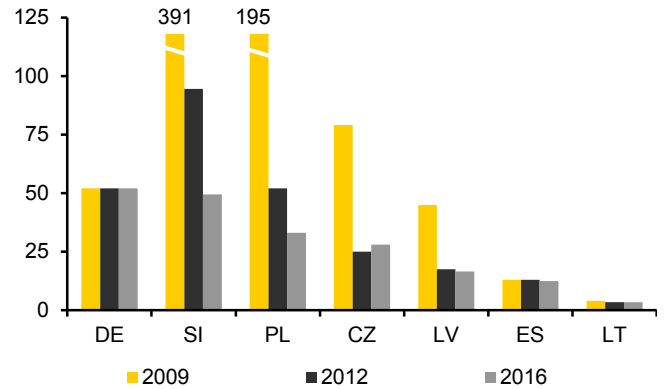
Quellen: Weltbank, Commerzbank Research

**GRAFIK 5: Steuerlast in Lettland, Litauen und Slowenien niedriger als in Deutschland**  
Steuerbelastung für Unternehmen, in Prozent der Gewinne



Quellen: Weltbank, Commerzbank Research

**GRAFIK 6: Registrierung von Eigentum: deutscher Amtsschimmel träge**  
Dauer der Registrierung von Eigentum, in Tagen



Quellen: Weltbank, Commerzbank Research

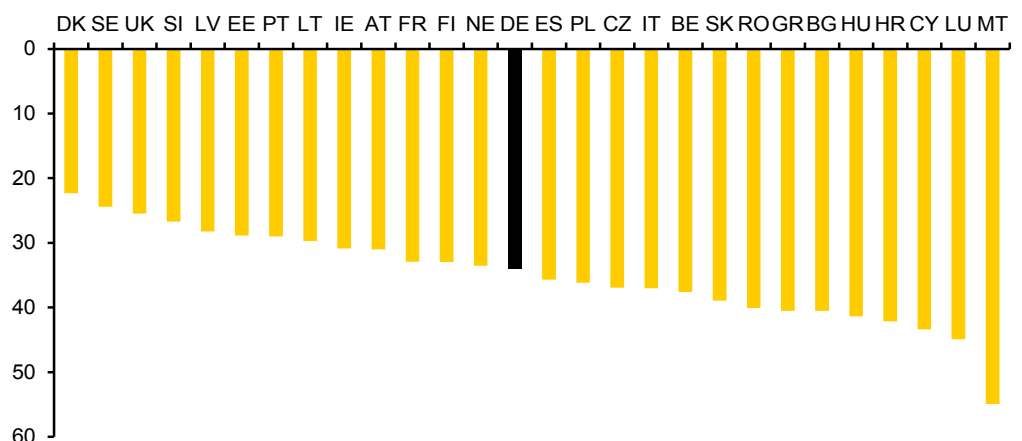
Darüber hinaus haben die drei Länder bei der Registrierung von Eigentum erheblich zugelegt. In Polen benötigt die Verwaltung nur noch 33 Tage, um Grundstücke und Gebäude einzutragen, nachdem es 2009 annähernd 200 Tage waren (Grafik 6). Auch in der Tschechischen Republik hat sich dieser Verwaltungsvorgang von 79 auf 28 Tagen verkürzt. Die spanischen Behörden waren mit 13 Tagen schon immer vergleichsweise schnell. Mit 52 Tagen ist der deutsche Amtsschimmel eher träge.

### Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit erodiert auf breiter Front

In Deutschland lief es in den letzten Jahren wirtschaftlich recht gut. Die Wirtschaft hat sich schnell von der Krise erholt, die Arbeitslosigkeit ist gesunken und die Beschäftigung erreicht von Jahr zu Jahr neue Rekordwerte. Beseelt von dieser guten Entwicklung übt sich die deutsche Politik in Selbstzufriedenheit und war in den vergangenen Jahren nicht vom Reformeifer ergriffen. Zwar wurden in einigen Bereichen die Rahmenbedingungen für kleine und mittlere Unternehmen verbessert. Allerdings haben andere Länder deutlich mehr und durchschlagendere Reformen umgesetzt. Dadurch sind Spanien, Polen und die Tschechische Republik hinsichtlich der Standortqualität näher an Deutschland herangerückt, und andere Wettbewerber wie Slowenien, Lettland und Litauen sind an Deutschland vorbeigezogen. Nach unserem Indikator ist Deutschland damit nur noch Mittelmaß innerhalb der EU-Länder (Grafik 7).

Die schwächelnde Standortqualität Deutschlands ist aber nur ein Teil des Puzzles. Denn die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft erodiert auf breiter Front. So unterminieren die rasch steigenden Lohnstückkosten, die seit 2008 ähnlich schnell zulegen wie die in Italien vor zehn Jahren, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber anderen Euro-Ländern. Gleichzeitig sind die Gewinnmargen deutscher Unternehmen seit Jahren unter Druck, weil

**GRAFIK 7: Standortqualität: Deutschland nur noch Mittelmaß**  
Abstand zu einem hypothetischen Top-Standort innerhalb der EU, in Prozent, 2016



Quelle: Weltbank, Commerzbank Research

gleichzeitig zu den schnell steigenden Lohnstückkosten die Absatzpreise nur langsam zulegen; dies bremst die Unternehmensinvestitionen. Ein weiteres Puzzleteil ist die sich stetig verschlechternde Verkehrsinfrastruktur. So gehen die preisbereinigten Verkehrsinfrastrukturinvestitionen des Staates seit zehn Jahren zurück, so dass seit Jahren nicht einmal der Status Quo erhalten bleibt und Straßen, Brücken und Wasserwege zusehends verkommen.

Das alles wird nun nicht dazu führen, dass die gute Konjunktur in Deutschland abrupt abreißt. Schließlich rechnen wir in diesem Jahr mit einem Wirtschaftswachstum von 1,8%. Diese strukturellen Verschlechterungen werden aber wohl dazu führen, dass sich die deutsche Wirtschaft aus der nächsten Schwächephase nur sehr schleppend herausarbeiten können wird. Um dies zu vermeiden, muss die Politik zusehen, dass Deutschland den Anschluss nicht verliert.

Zur Erfüllung der MAR-Anforderungen der ESMA weisen wir darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 08/11/2016 08:04 CET fertiggestellt und am 08/11/2016 08:05 CET verbreitet wurde.

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung sind der Bereich Corporates & Markets der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank verantwortlich. Corporates & Markets ist der Investmentbereich der Commerzbank, in dem die Research-, Anleihe-, Aktien-, Zinsprodukt- und Devisenaktivitäten zusammengefasst sind.

**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: <http://research.commerzbank.com/web/commerzbank-research-portal/public-page/disclosures>\*

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

#### Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

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

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

**USA:** Die Commerz Markets LLC („Commerz Markets“) hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die Commerz Markets, Swaptransaktionen über die Commerzbank AG abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischen Recht können Informationen, die Commerz Markets-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Sofern dieses Dokument zur Verteilung in den USA freigegeben wurde, ist es ausschließlich nur an „US Institutional Investors“ und „Major Institutional Investors“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 unter dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Commerz Markets ist Mitglied der FINRA und SIPC. Die Commerzbank AG ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert.

**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 Wirtschafts-raumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London.

**Singapur:** Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 des SFA entgegengenommen werden.

**Hongkong:** Dieses Dokument wird in Hongkong von der Commerzbank AG, Filiale Hongkong, zur Verfügung gestellt und darf dort nur von „professionellen Anlegern“ im Sinne von Schedule 1 der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen entgegengenommen werden.

**Japan:** Dieses Dokument und seine Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) dar und sind nicht als solche auszulegen. Dieses Dokument darf in Japan ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Section 2(31) des FIEA und Section 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Section 2 of the FIEA durch die Commerzbank AG, Tokyo Branch, verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war jedoch nicht an der Erstellung dieses Dokuments beteiligt. Nicht alle Finanz- oder anderen Instrumente, auf die in diesem Dokument Bezug genommen wird, sind in Japan verfügbar. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an die Abteilung Corporates & Markets der Commerzbank AG oder an die Commerzbank AG, Tokyo Branch. [Commerzbank AG, Tokyo Branch] Eingetragenes Finanzinstitut: Director of Kanto Local Finance Bureau (Tokin) Nr. 641 / Mitgliedsverband: Japanese Bankers Association.

**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.

© Commerzbank AG 2016. Alle Rechte vorbehalten. Version 9.25

#### Commerzbank Corporates & Markets

##### Frankfurt

Commerzbank AG  
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus  
Mainzer Landstraße 153  
60327 Frankfurt

Tel: + 49 69 136 21200

##### London

Commerzbank AG  
PO BOX 52715  
30 Gresham Street  
London, EC2P 2XY

Tel: + 44 207 623 8000

##### New York

Commerz Markets LLC  
225 Liberty Street, 32nd floor,  
New York,  
NY 10281-1050

Tel: + 1 212 703 4000

##### Singapore

Commerzbank AG  
71, Robinson Road, #12-01  
Singapore 068895

Tel: +65 631 10000

##### Hong Kong

Commerzbank AG  
15th Floor, Lee Garden One  
33 Hysan Avenue,  
Causeway Bay  
Hong Kong

Tel: +852 3988 0988