

Branchenanalysen

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Wachsende Herausforderungen im Retail Banking

- » Je länger die Niedrigzinsphase dauert und je kräftiger der spätere Zinsanstieg ausfällt, desto stärker belastet das den künftigen Zinsüberschuss.
- » Gleichzeitig dürfte der Wettbewerb zwischen filiallosen Direktbanken und traditionellen Retail Banken in eine zweite Runde gehen.
- » Angesichts immer größerer Zinsänderungsrisiken für Banken wäre eine baldige, aber kontrollierte geldpolitische Wende dringend geboten.

Zusammenfassung

Dem wettbewerbsintensiven deutschen Bankensektor droht in der Zeit nach der Niedrigzinsphase, wenn die Zinsen wieder steigen, eine Verengung der Zinsmargen. Dabei gilt: Je länger die Niedrigzinsphase andauert und je kräftiger der anschließende Zinsanstieg ausfällt, desto stärker belastet das den künftigen Zinsüberschuss der Banken. Außerdem dürfte der Konditionenwettbewerb zwischen Direktbanken und traditionellen Filialbanken bei wieder steigenden Zinsen in eine zweite Runde gehen.

Da Banken im wettbewerbsintensiven deutschen Retail Banking keinen großen Konditionengestaltungsspielraum haben und auch keine grundsätzlich neuen Ertragsquellen absehbar sind, bleiben vor allem zwei strategische Optionen, um einer drohenden Verschlechterung der im internationalen Vergleich ohnehin recht ungünstigen Cost-Income-Ratio deutscher Banken entgegen zu wirken: Kostenreduktion und/oder Marktanteilsgewinne.

Die jüngsten geldpolitischen Entscheidungen der EZB unterstreichen zwar, dass die EZB einen unkontrollierten kräftigen Zinsanstieg nicht zulassen will. Das ist im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität und die künftige Entwicklung der Zinsmargen der Banken zu begrüßen. Allerdings bleibt die Geldpolitik mit der Verlängerung des Anleihekaufprogramms weiterhin sehr expansiv. Das Ende des Anleihekaufprogramms und eine Anhebung der Leitzinsen rücken damit weiter in die Ferne. Gleichzeitig stauen sich immer größerer Zinsänderungsrisiken bei den Banken auf. Vor diesem Hintergrund wäre eine möglichst frühe, aber trotzdem in ihren Wirkungen kontrollierte geldpolitische Wende dringend geboten.

VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:
3.11.2017 07:47 Uhr

INHALT

WACHSENDE HERAUSFORDERUNGEN IM RETAIL BANKING	2
Günstiges Konjunkturmfeld	2
Zinsanstieg nach der Niedrigzinsphase	2
Digitalisierung erhöht Konkurrenzdruck	3
Begrenztes Ertragspotenzial in Deutschland	4
Fazit	5
I. IMPRESSUM	6

Ersteller:
Michael Stappel, Economist

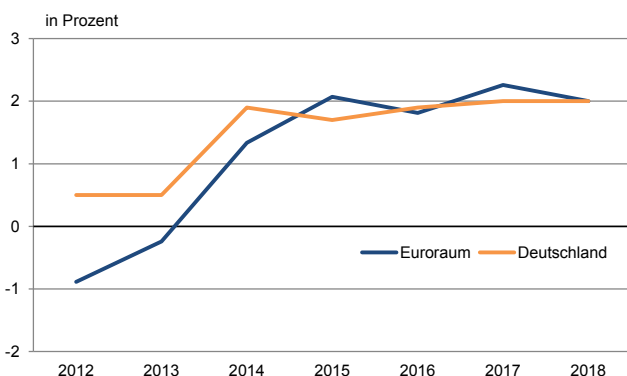
WACHSENDE HERAUSFORDERUNGEN IM RETAIL BANKING

Günstiges Konjunkturmilieu

Das konjunkturelle Umfeld für Retail Banking in Deutschland bleibt günstig. Trotz verschiedener geopolitischer Unsicherheiten, wie ein Scheitern der Brexit-Verhandlungen, eine Eskalation im Nordkorea-Konflikt, Probleme mit Russland oder die Gefahr durch islamistischen Terror, kann aus heutiger Sicht insgesamt mit einem ausgewogenen, stabilen Wirtschaftswachstum in Deutschland und Europa gerechnet werden. Das dürfte sich positiv auf die Kreditnachfrage der Unternehmen auswirken, genauso wie auf die Kreditqualität, die im internationalen Vergleich in Deutschland ohnehin recht gut ausfällt.

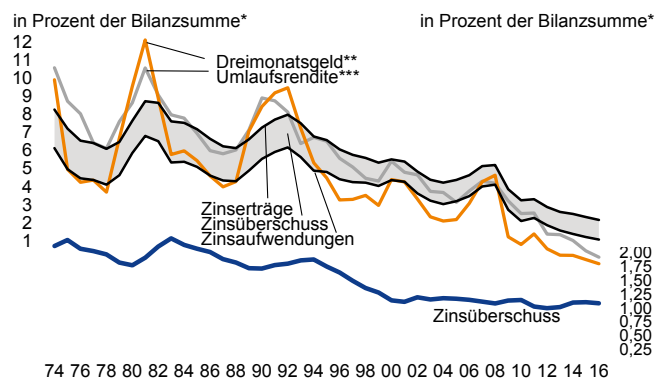
Ein günstiges konjunkturelles Umfeld wirkt sich positiv auf Kreditnachfrage und -qualität aus

KONJUNKTURENTWICKLUNG IN DEUTSCHLAND UND IM EURORAUM*



*reales Wachstum BIP in Prozent gegenüber Vorjahr; 2017/2018 Prognose
DZ BANK AG
Quellen: Eurostat, Statistisches Bundesamt

ZINSÜBERSCHUSS IM DAUERTIEF MIT NEGATIVEM AUSBLICK



*Jahresdurchschnitt; bis 1998 Geschäftsvolumen **EURIBOR; bis 1998 Dreimonatsgeld Frankfurt; Jahresdurchschnitt ***festverzinsliche Wertpapiere; Jahresdurchschnitt Quelle: Bundesbank

Der Bankensektor selbst – und insbesondere das Retail Banking – bleiben aber weiterhin äußerst wettbewerbsintensiv. Mittel- bis langfristig steigt der Druck auf die Branche durch:

- » eine drohende weitere Verengung der Margen im Einlagen- und Kreditgeschäft während der Phase des bevorstehenden Zinsanstiegs,
- » anhaltend hohe regulatorische Belastungen, sowie
- » wachsende Herausforderungen im Zusammenhang mit der fortschreitenden Digitalisierung der Wirtschaft und insbesondere des Bankensektors.

Der Druck auf die Bankenbranche wächst

Zinsanstieg nach der Niedrigzinsphase

Vor dem Hintergrund einer positiven Konjunkturentwicklung im Euroraum hat die EZB kürzlich beschlossen, ab Januar 2018 ihre monatlichen Anleihekäufe auf 30 Mrd. Euro zu halbieren, aber diese mindestens bis September 2018 fortzuführen. Außerdem dürfte das Leitzinsniveau auch nach Beendigung der regelmäßigen Anleihekäufe für längere Zeit auf niedrigem Niveau bleiben. Mit ihrer Entscheidung nimmt die EZB zwar den Fuß etwas vom geldpolitischen Gaspedal, doch alles in allem bleibt die Geldpolitik der EZB bis auf weiteres sehr expansiv.

Die Geldpolitik der EZB bleibt bis auf weiteres sehr expansiv

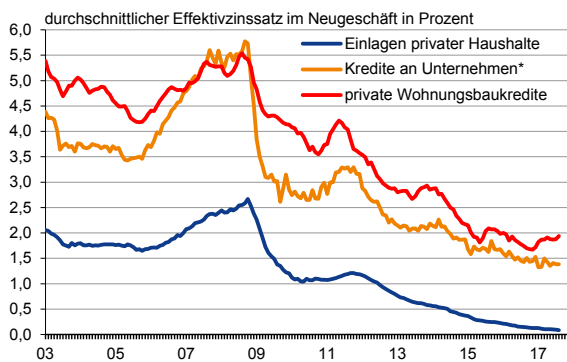
Mit Blick auf die Ertragslage im Bankensektor ist eine Geldpolitik, die einen unkontrollierten starken Zinsanstieg vermeidet, zwar zu begrüßen, allerdings wachsen die zu befürchtenden Belastungen für die Branche, je länger die geldpolitische Wende hinausgezögert wird. Vor allem für die im Retail Banking aktiven Institute gilt: Je län-

Zu befürchtende Belastungen für Banken steigen, je länger die geldpolitische Wende auf sich warten lässt

ger die Niedrigzinsphase andauert und je kräftiger der anschließende Zinsanstieg ausfällt, desto stärker belastet das den künftigen Zinsüberschuss. Das hängt damit zusammen, dass die Bankkunden kaum bereit sind, sich bei extrem niedrigen Zinsen mit ihrer Geldanlage langfristig zu binden. So fließt ein Großteil der Ersparnis der Bürger in Sichteinlagen und andere täglich fällige Gelder.

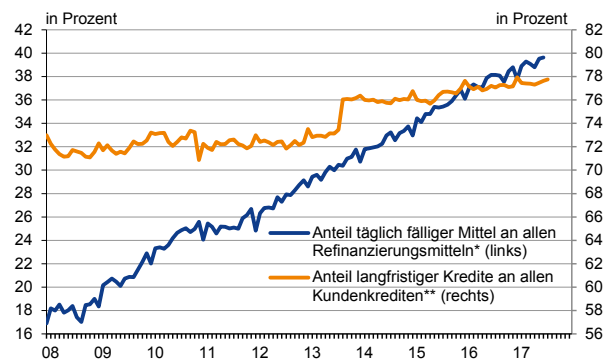
Die Konsequenz ist, dass die Refinanzierungsmittel der Banken immer kurzfristiger werden: Der Anteil täglich fälliger Mittel an allen Refinanzierungsmitteln der Banken in Deutschland ist in den letzten Jahren tendenziell immer weiter gestiegen und erreicht inzwischen fast 40 Prozent. Umgekehrt möchten sich Kunden die extrem günstigen Konditionen für Kredite dauerhaft sichern. Dementsprechend ist der traditionell ohnehin hohe Anteil langfristiger Festzinskredite am Gesamtkreditvolumen der Banken nochmals gewachsen. Inzwischen machen Kredite mit einer Laufzeit von über fünf Jahren fast 80 Prozent aus und das – dank lang anhaltender Niedrigzinsphase – zu extrem niedrigen Kreditzinsen.

HISTORISCH NIEDRIGE ZINSEN IM NEUGESCHÄFT MIT KREDITEN UND EINLAGEN DER BANKEN IN DEUTSCHLAND



Jeweils über alle Laufzeiten
 *ohne Überziehungskredite
 Quellen: Bundesbank, DZ BANK AG

FRISTIGKEITSSTRUKTUR BEI KREDITEN UND REFINANZIERUNG DER BANKEN IN DEUTSCHLAND



* Einlagen von Banken, Kundeneinlagen, verbrieft Verbindlichkeiten
 **Buchkredite an Nichtbanken; langfristige Kredit: Laufzeit über 5 Jahre
 Quellen: Bundesbank, DZ BANK AG

Für die Banken ergibt sich aus dieser Entwicklung nicht nur das Problem, dass der „Fristenspagat“ zwischen Einlagen- und Kreditgeschäft immer schwieriger wird. Die Verschiebungen in den Laufzeitenstrukturen des Aktiv- und Passivgeschäftes haben auch zur Folge, dass ein Zinsanstieg im (vorwiegend kurzfristigen) Einlagengeschäft sofort auf breiter Front zu einem wachsenden Zinsaufwand führt, während die extrem mageren Zinserträge aus den (langfristigen) Krediten für Jahre bestehen bleiben. Der erhsehnte Zinsanstieg nach der lang anhaltenden Niedrigzinsphase bedeutet für viele Banken zunächst erst einmal eine weitere Verengung der Zinsmargen, bis der Zinsanstieg nach und nach auch beim Zinsertrag spürbar wird.

Der „Fristenspagat“ zwischen Einlagen- und Kreditgeschäft der Banken wird immer schwieriger

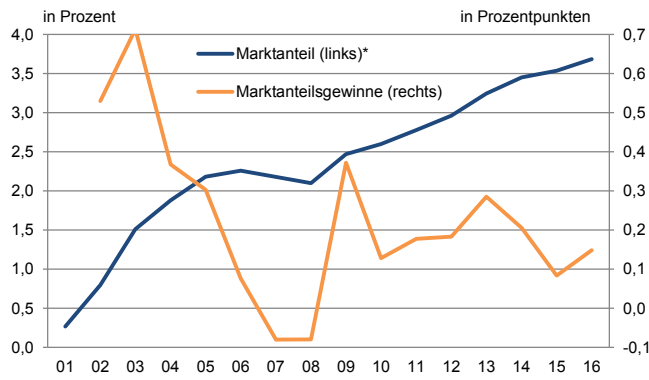
Digitalisierung erhöht Konkurrenzdruck

In der Phase des bevorstehenden Zinsanstiegs dürfte sich auch der Konditionenwettbewerb zwischen traditionellen Retail Banken und Direktbanken wieder verschärfen. Mit dem Einbruch der Einlagenzinsen auf nahezu null Prozent¹ haben sich auch die Konditionenunterschiede zwischen filiallosen Direktbanken und traditionellen Banken mit dichtem Filialnetz und individueller Beratung vor Ort verringert. In der Folge hat sich die zuvor recht intensive Konkurrenz im entsprechenden Marktsegment abgeschwächt und die Marktanteilsgewinne der Direktbanken wurden kleiner.

¹ durchschnittlicher Effektivzinssatz im Neugeschäft aller Banken mit Einlagen im August 2017: 0,08 Prozent

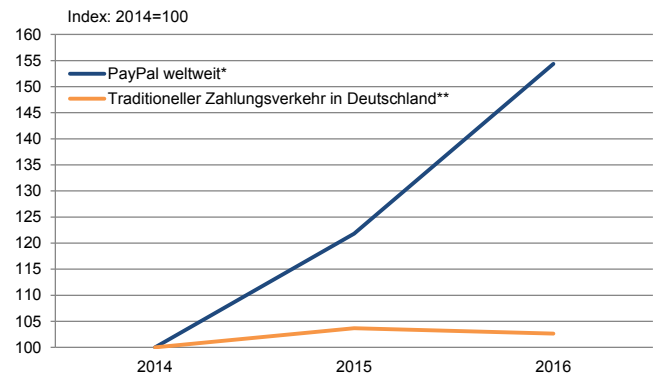
Mit wieder steigendem Zinsniveau dürfte sich die jüngste Entwicklung umkehren und der Konditionenwettbewerb in den Bereichen Bankeinlagen und Kontoführung in eine zweite Runde gehen.

MARKTANTEILSENTWICKLUNG DIREKTBAK*



*hier am Beispiel der Kundeneinlagen der ING DiBa in Prozent aller Banken in Deutschland
 Quellen: Bundesbank, ING DiBa, DZ BANK AG

VOLUMENZUWACHS IM ZAHLUNGSVERKEHR



*hier am Beispiel PayPal; 2016 absolut: 357,0 Mrd. USD **Überweisungen, Lastschriften, Karten und Schecks in Deutschland und mit dem Ausland; 2016 absolut: 54.450,3 Mrd. Euro
 Quellen: Bundesbank, PayPal, DZ BANK AG

Hinzu kommt der wachsende Wettbewerb mit FinTechs. Diese haben in weiten Teilen des Bankgeschäfts bisher zwar kaum Marktgewicht. Abgesehen vom Zahlungsverkehr blieben Kernbereiche des Bankgeschäfts für branchenfremde Anbieter durch hohe Regulierungshürden bisher weitgehend versperrt. Allerdings machen Internet-Bezahlverfahren wie PayPal dem traditionellen Zahlungsverkehr der Banken zunehmend Konkurrenz. Außerdem gibt es Bemühungen der EU-Kommission im Rahmen einer europäischen Kapitalmarktunion die Möglichkeit geschäftlicher Aktivitäten von innovativen FinTechs zu erleichtern und zu fördern. Die Aktivitäten branchenfremder Anbieter aus der Internet-Szene sowie neuer FinTechs dürften den Wettbewerb für Banken vor allem in den Bereichen Zahlungsverkehr/Kontoführung sowie Beratung anheizen.

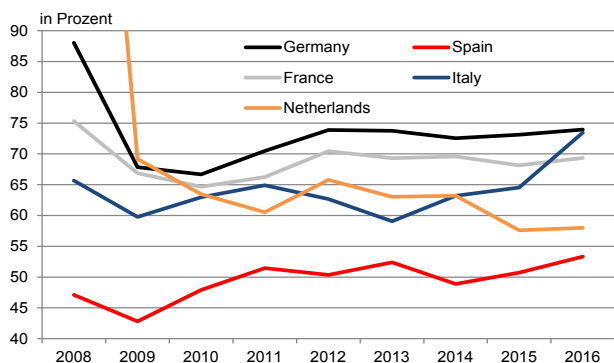
Begrenztes Ertragspotenzial in Deutschland

Durch den intensiven Wettbewerb in verschiedenen wichtigen Segmenten des Bankgeschäfts haben Banken in Deutschland enge Grenzen bei der Konditionengestaltung. Daher bestehen kaum Möglichkeiten, der drohenden Verengung der Zinsmargen (siehe oben) entgegenzuwirken. Dabei ist der Zinsüberschuss nach wie vor die Hauptertragsquelle der Banken. Der Versuch verschiedener Anbieter, Zinsertragseinbußen im provisionsabhängigen Geschäft zu kompensieren, hat bisher nur begrenzt zum Erfolg geführt: Zum einen schränkt auch hier der Wettbewerb den Spielraum bei der Konditionengestaltung ein. Zum anderen fällt das Ertragspotenzial in Bereichen wie Zahlungsverkehr/Kontoführung, Wertpapiergeschäft/Anlageberatung oder Vermittlungsgeschäfte im Vergleich zum Einlagen- und Kreditgeschäft deutlich geringer aus. Da auch keine grundsätzlich neuen Ertragsquellen für Banken absehbar sind, bleiben Banken zwei Optionen, um einer drohenden Verschlechterung der im internationalen Vergleich ohnehin recht ungünstigen Cost-Income-Ratio deutscher Banken entgegen zu wirken: Kostenreduktion und/oder Marktanteilsgewinne.

FinTechs dürften den Wettbewerb für Banken vor allem in den Bereichen Zahlungsverkehr/Kontoführung sowie Beratung anheizen

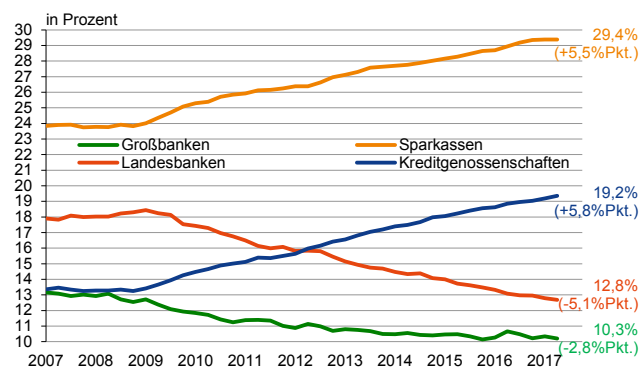
Intensiver Wettbewerb setzt Banken in Deutschland enge Grenzen bei der Konditionengestaltung

COST-INCOME-RATIO IM INTERNATIONALEN VERGLEICH



In Deutschland: große Banken
Quelle: EZB

MARKTANTEILSENTWICKLUNG IM FIRMENKUNDENKREDITGESCHÄFT* AUSGEWÄHLTER BANKENGRUPPEN IN DEUTSCHLAND



*gemessen an den Krediten an inländische Unternehmen und Selbstständige aller Banken (ohne Kredite an sonstige Finanzierungsinstitutionen und Versicherungen) Quellen: Bundesbank, DZ BANK AG

Fazit

Je länger die Niedrigzinsphase andauert und je kräftiger der anschließende Zinsanstieg ausfällt, desto stärker belastet das den künftigen Zinsüberschuss der Banken. Die jüngsten geldpolitischen Entscheidungen der EZB unterstreichen zwar, dass die Europäische Zentralbank einen unkontrollierten kräftigen Zinsanstieg nicht zulassen will. Das ist im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität und die künftige Entwicklung der Zinsmargen der Banken zu begrüßen. Allerdings bleibt die Geldpolitik mit der Verlängerung des Anleihekaufprogramms weiterhin sehr expansiv. Das Ende des Anleihekaufprogramms und eine spätere mögliche Anhebung der Leitzinsen rücken damit weiter in die Ferne. Gleichzeitig stauen sich immer größerer Zinsänderungsrisiken bei den Banken auf. Vor diesem Hintergrund wäre eine möglichst frühe, aber trotzdem in ihren Wirkungen kontrollierte geldpolitische Wende dringend geboten.

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender), Hans-Bernd Wolberg (stv. Vorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Wolfgang Köhler, Dr. Cornelius Riese, Michael Speth, Thomas Ullrich, Stefan Zeidler

Aufsichtsratsvorsitzender: Helmut Gottschalk

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2017 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

1.1 Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt. **Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente enthalten**. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

1.2 Die **Pflichtangaben für Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie zu **Methoden** und **Verfahren** können **kostenfrei eingesehen** und **abgerufen** werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

– **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de

Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60349 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

3.1 **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.

3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Sonstigen Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

4. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

4.1 Die Häufigkeit der **Aktualisierung von Sonstigen Research-Informationen** hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer neuen Anlageempfehlung gerechnet werden kann.

4.2 Eine **Pflicht zur Aktualisierung** Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**.

Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf von sechs Monaten**. Diese Frist **beginnt** mit dem **Tag der Publikation**.

4.3 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend** und **unangekündigt unterbleiben**.

4.4 Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt / Aspekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

5. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

5.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben **eingesehen** und **abgerufen** werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

5.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.

5.3 Insbesondere durch die in **Absatz 5.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

5.4 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.

5.5 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

6. Adressaten und Informationsquellen

6.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Sie sind daher **nicht** geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (i) eine Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK **ausdrücklich** als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse

und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Sonstigen Research-Information verstehen und bewerten zu können.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz** freigegeben.

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

6.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. Reuters, Bloomberg, VWD, FactSet, Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Es ist daher nicht geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (a) es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (b) die ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Bewertung und / oder Empfehlungen verstehen und einschätzen zu können.

Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des EWR und der Schweiz** genehmigt.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, and / oder ‚expert investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

In die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK und über Auerbach Grayson, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚major U.S. institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden. Auch diese Weitergabe ist nur erlaubt, sofern sich das Dokument nur auf Eigenkapitalinstrumente bezieht. Der DZ BANK ist es nicht erlaubt Transaktionen über Fremdkapitalinstrumente in den USA vorzunehmen.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

Dieses Dokument darf in allen zuvor genannten Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergege-

ben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.
- Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kursbewertungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte abgegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genaueren Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.
- Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.
- Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.
4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.
- Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen.
- Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.
- Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.

Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Dieses Dokument darf in der Bundesrepublik Deutschland an Privatkunden weitergegeben werden.