

# EWU-Staatsanleihen

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## EWU-Politik: Mehr Gemeinschaft, mehr Disziplin

- » **Konstruktionsfehler der Eurozone führten zu Ungleichgewichten innerhalb der Gemeinschaft – Attraktivität der EWU-Mitgliedschaft in Frage gestellt**
- » **Für Kernländer sollte wirtschaftlicher und politischer Nutzen der Euro-Zugehörigkeit gemeinschaftliche Haftungsrisiken überwiegen**
- » **EWU bräuchte unabhängigen, starken EWF - Kernländer müssten sich für höhere Gemeinschaftsrisiken stärkere Vetorechte vorbehalten**

Die europäische Staatsschulden- und Bankenkrise hat in den vergangenen Jahren die eklatanten Konstruktionschwächen der Währungsunion, darunter wirkungs-schwache Sanktionsmechanismen, zu Tage gefördert. Eine große wirtschaftliche Divergenz sowie steigende Haftungsrisiken für die Gemeinschaft waren die Folge und haben in vielen Euroländern den Eindruck eines zunehmenden Ungleichgewichts des Gebens und Nehmens entstehen lassen.

Um den manchmal in Frage gestellten Mehrwert der Euro-Mitgliedschaft abzuwägen, müssen den wirtschaftlichen Risiken der EWU-Zugehörigkeit die Vorteile des Euro gegenübergestellt werden. Auf der einen Seite bergen die Forderungen gegenüber den EWU-Schuldern vor allem durch die Rettungsprogramme und die Target-2-Salden bei einem Austritt aus der EWU nicht unerhebliche fiskalische Risiken. Auf der anderen Seite profitieren besonders die exportstarken Kernländer von barrierefreien Absatzmärkten mit niedrigen Transaktionskosten und einer gemeinsamen Sicherheitspolitik. So verzeichnete beispielsweise Deutschland seit Gründung der Währungsunion einen durchschnittlichen Leistungsbilanzsaldo von 4,8% des BIP. In den zwei Dekaden vor 1999 lag der durchschnittliche Überschuss nur bei 0,8% des BIP. Die wirtschaftlichen Vorzüge der Euro-Mitgliedschaft dürften bisher für die Kernländer die potenziellen Kosten bei weitem überwogen haben.

Trotz des großen Mehrwerts der Euro-Mitgliedschaft ist die Reformierung der EWU unabdingbar, um die Zukunftsfähigkeit dieser Institution zu gewährleisten. Nach unserem Dafürhalten wäre hierfür die Gründung eines Europäischen Währungsfonds (EWF) ein sinnvoller Schritt. Im Gegensatz zu anderen Konstruktionsvorschlägen befürworten wir einen politisch unabhängigen, durchsetzungsstarken EWF, der nach dem Vorbild der EZB als „scharfes Schwert“ die wirtschaftliche Disziplin der Euroländer kontrollieren und notfalls auch einfordern kann. Da ein derart gestalteter EWF politisch wohl nicht mehrheitsfähig ist, könnte ein Kompromiss wie folgt aussehen: Die Kernländer akzeptieren ein Mehr an gemeinschaftlicher und finanzieller Verantwortung, dafür erhalten aber alle nationalen Parlamente ein Vetorecht gegenüber dem EWF-Direktorium – vor allem in Sachen Bereitstellung neuer Hilfgelder. Dies gewährleistet immer noch eine Win-win-Situation, wonach die Peripherie die gute Bonität der Gemeinschaft nutzt, während die Kernländer die Einhaltung der vorgegebenen Regeln einfordern können.

### ANLEIHEN

Fertiggestellt:  
18.5.2018 11:17 Uhr

[www.research.dzbank.de](http://www.research.dzbank.de)  
Bloomberg DZBR <GO>

Ersteller:  
Constantin Pyhel, ANALYST  
+49 69 7447 92 123  
[constantin.pyhel@dzbank.de](mailto:constantin.pyhel@dzbank.de)

## EWU-POLITIK: MEHR GEMEINSCHAFT, MEHR DISZIPLIN

### Konstruktionsschwächen stellen Zukunftsfestigkeit der EWU in Frage

Die Eurozone muss reformiert werden – darüber sind sich viele politischen Akteure in der Währungsunion einig. Während Frankreichs Präsident Macron bereits seine umfassenden Pläne für die Zukunft der Währungsunion vorgestellt hat, für die er bei der jüngsten Verleihung des Karlspreises erneut werben konnte, hält sich die Bundesregierung diesbezüglich noch recht bedeckt. In den kommenden Wochen wollen die EWU-Regierungschefs aber ein gemeinsames Konzept ausarbeiten. Neben einer Vollendung der Bankenunion und der Schaffung neuer Investitionsfördertöpfe steht vor allem die Umwandlung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) in einen Europäischen Währungsfonds (EWF) im Zentrum der Diskussion. Aber auch hier scheiden sich die Geister über die konkrete Ausgestaltung – die Vorstellungen reichen vom EWF als ordnungspolitischen Kontrollapparat bis hin zum bedingungslosen Hilfsfonds. Letztlich sollte jeder Reformvorschlag daran gemessen werden, ob er die Euro-Konstruktionsfehler der Vergangenheit auch tatsächlich behebt und keine neuen, im Zweifel noch größeren Probleme schafft.

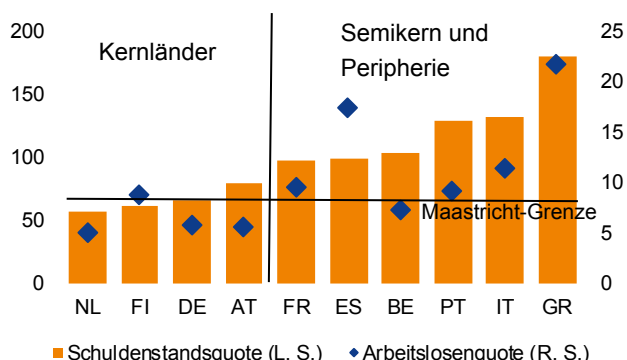
Die europäische Staatsschulden- und Bankenkrise hat in den vergangenen Jahren die eklatanten Konstruktionsschwächen der Währungsunion und ihrer Institutionen zu Tage gefördert. Steigende Haftungsrisiken für die Kernstaaten und soziale Verwerfungen in den Peripherieländern haben große Zweifel an der Nachhaltigkeit des europäischen Integrationsprojekts entstehen lassen und treiben Wähler in die Arme E(W)U-skeptischer, populistischer Parteien. Das Brexit-Votum sowie die vermehrten Forderungen nach Volksabstimmungen über den Austritt aus dem Euro erhöhen den Druck, den institutionellen Rahmen zu reformieren, um die Eurozone zukunftsfest zu gestalten. Doch dazu muss man zunächst die fundamentalen Konstruktionsfehler der Gemeinschaftswährung erkennen. Neben politischen Schwierigkeiten stehen die ökonomische Schwächen im Vordergrund.

### Die Eurozone hat Reformbedarf

### Staatsschulden- und Bankenkrise hat Konstruktionsschwächen der EWU offengelegt

#### EUROZONE VON WIRTSCHAFTLICHER HETEROGENITÄT GEPRÄGT

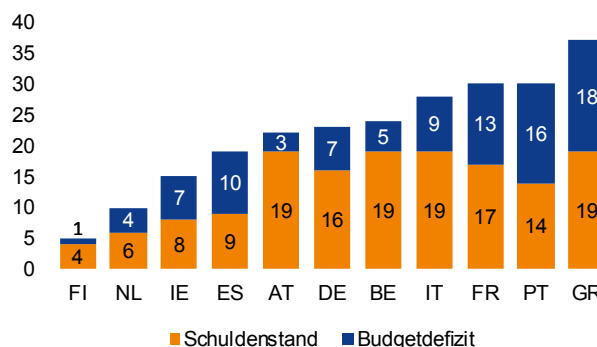
L. S.: IN PROZENT DES BIP (2017); R. S.: IN PROZENT (2017)



Quelle: DZ BANK Research

#### EUROLÄNDER HALTEN SICH NICHT AN MAASTRICHT-KRITERIEN, DA SIE KEINE SANKTIONEN ZU BEFÜRCHTEN HABEN

ANZAHL DER JAHRE, IN DENEN DIE KRITERIEN SEIT 1999 VERFEHLT WURDEN (MAX. 19 JAHRE)



Quelle: DZ BANK Research, EU-Kommission

Mit der Gründung der Eurozone, durch die eine Gemeinschaftswährung geschaffen wurde, war für die meisten politischen Akteure klar, dass eine gemeinsame Geldpolitik auch eine Abstimmung in der Wirtschafts- und Finanzpolitik erfordert. In der Praxis ließen die Regierungen jedoch den Willen vermissen, entsprechend den Konvergenzkriterien und späteren Fiskalregeln eine homogene Wirtschafts- und Finanzpolitik zu fahren. Das Resultat ist eine deutliche wirtschaftliche Divergenz zwischen den

### Heterogene Wirtschaftspolitik führte zu wirtschaftlicher Divergenz zwischen Peripherie und Kernländern

Kernländern und der Peripherie. Während beispielsweise Deutschland und die Niederlande zumindest seit einigen Jahren ausgeglichene Haushalte vorweisen und ihre Schuldenlast stetig abbauen, haben Italien oder Frankreich Mühe, dem Aufwärtstrend der Schuldenstandsquote Einhalt zu gebieten oder die Arbeitslosigkeit wirksam zu bekämpfen.

Dies liegt auch an fehlenden, wirkungsvollen Mechanismen zur Einhaltung der Fiskalregeln und Konvergenzkriterien. Als Folge der fehlenden Sanktionsmaßnahmen entstanden erhebliche Moral-Hazard-Risiken. Um die Einigkeit der Eurozone nicht zu gefährden, wurde als Reaktion auf die Staatenfinanzkrise ein ganzes Netz an Rettungsmechanismen gesponnen. Die Sicherheit dieses Netzes in Verbindung mit unzureichenden Sanktionsmechanismen setzt allerdings Fehlanreize, wie der in manchen Ländern unzureichende oder wieder nachlassende Spareifer beweist. Während Regierungen versuchen, durch Steuersenkungen und teure Ausgabenprogramme, ihre Wiederwahlchancen zu erhöhen, tragen die Risiken in Teilen auch diejenigen EWU-Mitgliedsstaaten, die im Krisenfall finanzielle Mittel bereitstellen müssten.

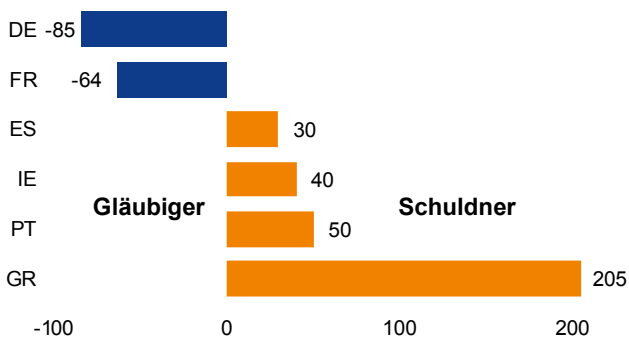
**Wirkungslose Sanktionsmechanismen ermöglichen Missachtung der Fiskalregeln und erhöhen Moral-Hazard-Risiken**

**Gemeinschaftliche Haftung erhöht Risiken für die EWU-Gläubiger**

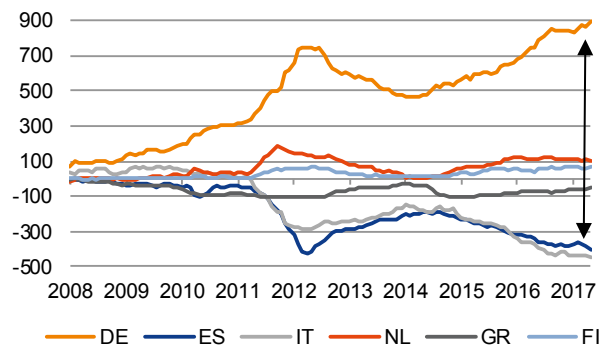
Nutznieser der zunehmend gemeinschaftlichen Haftung sind zunehmend die EWU-Nehmerländer, da sie fiskalisch von der hohen Bonität der wirtschaftsstarken Geberländer zehren. Die EWU-Gläubiger sehen sich hingegen fiskalischen Risiken durch die verschiedenen Hilfsprogramme ausgesetzt, über die „Programmländer“ wie Portugal und Irland derzeit immer noch in etwa 325 Mrd. Euro an Verbindlichkeiten ausstehen haben. Würde beispielsweise Griechenland erneut zahlungsunfähig sein, hätte Deutschland, auch über die indirekte Mithaftung an den EZB-Forderungen, knapp 60 Mrd. Euro an Ansprüchen gegenüber Hellas. Nimmt man eine Rückerstattungsquote von etwa 30% an, läge der Verlust für das größte Euroland bei etwa 42 Mrd. Euro. Setzt man diesen Betrag ins Verhältnis des gesamten deutschen Warenexports in die Euro-Nachbarländer von rund 470 Mrd. Euro (2017) pro Jahr, so erscheint das fiskalische Gefahrenpotenzial einer griechischen Staateninsolvenz für sich betrachtet zwar noch relativ überschaubar – der deutsche Steuerzahler hätte dennoch das Nachsehen. Erst im Zuge einer erneuten Schieflage mehrerer und vor allem großer Länder wie Italien sollte die Bedrohung eine ganz andere, EWU-existenzgefährdende Dimension annehmen.

**Rettungsprogramme stellen fiskalisches Gefahrenpotenzial dar**

**WENIGE EUROLÄNDER TRAGEN GROS DER GEMEINSCHAFTLICHEN HAFTUNGSRISIKEN DER HILFSPROGRAMME**  
FORDERUNGEN UND VERBINDLICHKEITEN INNERHALB DER EUROZONE IM RAHMEN VON RETTUNGSPROGRAMMEN\*, IN MRD. EURO



**HOHES UNGLEICHGEWICHT BEI TARGET-2-SALDEN BIRGT POTENZIELLE FISKALRISIKEN FÜR GLÄUBIGERLÄNDER**  
TARGET-2-SALDEN IN MRD. EURO



Quelle: DZ BANK Research, ESM, nationale Finanzagenturen; \* ESM, EFSF, EFSM und bilaterale Kredite (Näherungswerte)

Quelle: DZ BANK Research, EU-Kommission

Zusätzlich birgt das Zahlungsverkehrssystem des ESZB große Verlustrisiken für Euroländer. Bereits heute weist Deutschland mit fast 900 Mrd. Euro den höchsten Target-2-Überschuss seit Gründung der Währungsunion auf, während Italien ein Rekord-Target-2-Defizit von rund 450 Mrd. Euro verbucht. Sollte ein Euroland die Währungsunion verlassen und die bestehenden Target-2-Verbindlichkeit nicht ausgleichen, hätten das ESZB und somit indirekt die verbleibenden Staaten die Last zu tragen, weil die Verluste der Notenbanken in den nationalen Haushalten berücksichtigt würden. Für den Extremfall eines Auseinanderbrechens der Eurozone müssten die nationalen Notenbanken ihre Target-2-Forderungen womöglich ganz abschreiben, was immense fiskalische Auswirkungen für die Gläubigerländer haben dürfte.

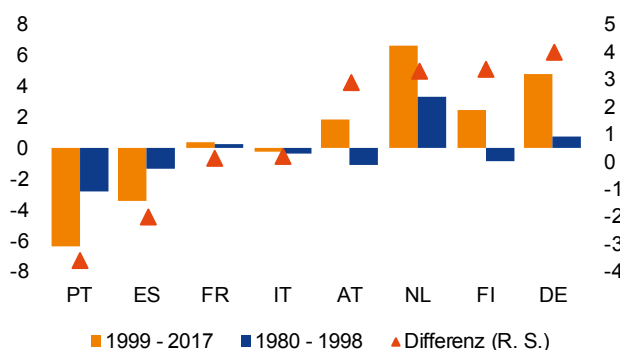
**Im Falle eines Euroaustritts bergen Target-2-Salden große Verlustrisiken**

**Besonders Kernländer ziehen großen Nutzen aus Eurozone**

Den finanziellen Risikopotenzialen und Verbindlichkeiten stehen auf der anderen Seite die wirtschaftlichen Vorteile der Gemeinschaftswährung gegenüber. Zum einen verleiht die zweitwichtigste Reservewährung der Welt der Eurozone größere wirtschaftliche Stabilität und mehr Gewicht auf internationaler Ebene. Zum anderen profitieren Euroländer von den entfallenden Wechselkursrisiken und somit gesunkenen Transaktionskosten, die den Warenaustausch innerhalb des Währungsraums fördert. Ähnlich wie andere Euroländer liefert Deutschland rund 40% seiner Ausfuhren in den Währungsraum. Zuletzt hat die Exportwirtschaft der Kernländer nicht nur von den barrierefreien Absatzmärkten, sondern auch lange Zeit von einem aus ihrer Sicht unterbewerteten Euro profitiert. Gemessen an der wirtschaftlichen Stärke dieser EWU-Staaten müsste für sie der Euro wesentlich höher gegenüber anderen Währungen bewertet sein. Die dadurch künstlich gesteigerte internationale Wettbewerbsfähigkeit hat in den vergangenen Jahren gleichzeitig aber auch den Anreiz für die Kernländer gesenkt, produktivitätssteigernde Maßnahmen durchzuführen.

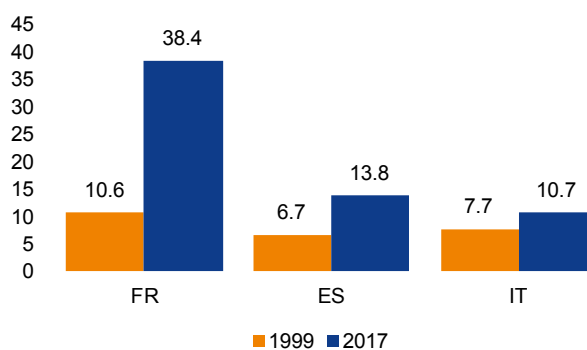
**Kernländer profitieren vor allem von barrierefreien Absatzmärkten**

**KERNLÄNDER KONNTEN LEISTUNGSBILANZÜBERSCHUSS SEIT EURO-GRÜNDUNG DEUTLICH STEIGERN**  
L. S.: LEISTUNGSBILANZSALDO IN % DES BIP DER JEWEILIGEN PERIODE; R. S.: DIFFERENZ BEIDER PERIODEN IN PROZENTPUNKTEN



Quelle: DZ BANK Research, IWF

**KERNLÄNDER KONNTEN AUßENWIRTSCHAFTLICHEN ÜBERSCHUSS GEGENÜBER PERIPHERIE DEUTLICH AUSBAUEN**  
DEUTSCHLANDS NETTOEXPORTE GEGENÜBER JEWEILIGEM LAND IN MRD. EURO



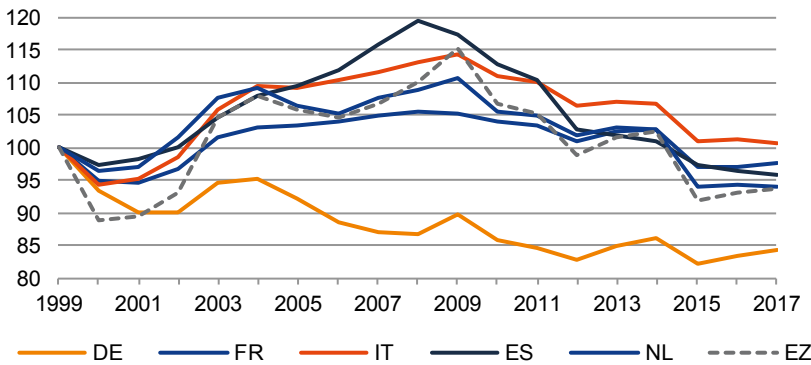
Quelle: DZ BANK Research, Bloomberg

Im Zuge dessen haben die Kernländer ihren außenwirtschaftlichen Überschuss deutlich ausgebaut und nutzten vor allem im Gütertausch innerhalb der Eurozone ihre Exportstärke. So konnte beispielsweise Deutschland seinen Handelsbilanzüberschuss gegenüber Frankreich von 11 Mrd. (1999) auf 38 Mrd. (2017) deutlich vergrößern. Dies ist nicht zuletzt der unterschiedlichen Wettbewerbsfähigkeit geschuldet, die auch in der Entwicklung der Lohnstückkosten zum Ausdruck kommt. Während die Lohnstückkosten in Deutschland seit Gründung der Währungsunion kontinuierlich sanken, liegen sie in einigen Peripherieländern bis heute über dem EWU-Durchschnitt und zum Teil noch immer über dem Niveau von 1999. Dies erklärt teilweise auch die große Divergenz bei den Leistungsbilanzsalden. So verzeichnete

**Im Vergleich zu Vor-Euro-Jahren stieg der Leistungsbilanzüberschuss bei Kernländern deutlich an**

Deutschland seit Gründung der Währungsunion, also selbst mit Berücksichtigung der Finanzkrise, einen durchschnittlichen Leistungsbilanzsaldo von 4,8% des BIP. In den zwei Dekaden vor 1999 lag der durchschnittliche Überschuss nur bei 0,8% des BIP. In Portugal hingegen stieg das Leistungsbilanzdefizit von durchschnittlich 2,8% des BIP auf 6,4%.

**BESONDERS DEUTSCHLAND KONNTE SEINE WETTBEWERBSFÄHIGKEIT SEIT GRÜNDUNG DER EWU STEIGERN**  
 REALER HARMONISierter WETTBEWERBSINDEX BASIEREND AUF LOHNSTÜCKKOSTEN (Q1 1999 = 100)



Quelle: DZ BANK Research, Datastream

**EWU-Mitgliedschaft lohnt sich – ein Euro-Austritt wäre viel zu teuer**

Würde ein Kernland heute Bilanz ziehen, müsste es besonders den großen außenwirtschaftlichen Mehrwert sowie die stabilisierende Wirkung des Euro anerkennen. Diese Vorteile dürften in der langen Sicht bisher die fiskalischen Gefahren von Forderungen und Hilfskrediten gegenüber Euro-Nachbarn bei weitem überwiegen. Weiterhin bedingt eine Euro-Mitgliedschaft auch die Zugehörigkeit zur Europäischen Union, die für alle EWU-Länder nicht nur von wirtschaftlichem, sondern auch von sehr hohem politischen Wert ist. Denn neben dem gemeinsamen Binnenmarkt und seinen Freiheiten profitieren sie von der EU als Garant für Frieden und Sicherheit, die auch die Interessen ihrer Bevölkerung zum Teil deutlich besser auf internationaler Ebene vertreten kann als die Einzelstaaten. Während Euro-Kritiker, besonders in den Kernländern, die Vorzüge der EU-Mitgliedschaft anerkennen, lehnen sie jedoch die Euro-Transferunion als „Fass ohne Boden“ ab. Dieser könne man nur Einhalt gebieten, wenn man mit der Eurozone bricht und einen Exit forciert – so die Einschätzung.

Doch das Verlassen der Eurozone hätte erhebliche politische und wirtschaftliche Folgen – nicht nur für das Austrittsland selbst, sondern auch für die gesamte Eurozone. Die neue nationale Währung des austretenden Kernstaates würde gegenüber der Gemeinschaftswährung wahrscheinlich deutlich aufwerten und somit die Wettbewerbsfähigkeit belasten. Zusammen mit pessimistischen Wirtschaftserwartungen, welche die inländische Nachfrage, Investitionen und die Beschäftigung einbrechen lassen sollte, könnte das Austrittsland sogar in eine tiefe Rezession schlittern. Ein solches Risiko würden manche Kritiker für die vermeintlich langfristigen Vorteile des Rückgewinns von Souveränität wohl in Kauf nehmen. Auch an den Kapitalmärkten wären unter Umständen enorme Verwerfungen zu beobachten, die einem klaren Risk-off Szenario folgen würden: europäische Aktienmärkte erleben starke Talfahrt; Bunds als sicherer Hafen verzeichnen deutliche Zugewinne; Risikoprämien, besonders in der Peripherie, steigen sprunghaft und dauerhaft an. Ein resultierender und nachhaltiger Anstieg der Refinanzierungskosten zusammen mit teuren Konjunktur-

**EWU-Mitgliedschaft bietet grundsätzlich großen ökonomischen und politischen Mehrwert**

**Ein Euro-Austritt hätte enorme Verwerfungen für die Wirtschaft und an den Kapitalmärkten zur Folge**

programmen dürften einige Euroländer vor erhebliche fiskalische Herausforderungen stellen.

Zusätzlich dürfte der Exit eines Kernlandes das europäische Integrationsprojekt in seinen Grundfesten erschüttern und vor eine Zerreißprobe stellen. Die Sorge vor einem Domino-Effekt und dem vollständigen Auseinanderbrechen der Währungs-gemeinschaft dürfte die oben beschriebene Spirale des wirtschaftlichen Abschwungs nur noch beschleunigen und verstärken. Das hier beschriebenen Szenario wirtschaftlicher Verwerfungen sollte die Kernländer angesichts der potenziellen Kosten im Vergleich zu den vorhandenen Vorteilen eher davor zurückschrecken lassen, dem Euro den Rücken zu kehren. Aber auch eine Mehrheit von etwa drei Vierteln aller Wähler in der Eurozone steht, allem EWU-Skeptizismus zum Trotz, weiterhin zur Gemeinschaftswährung, sodass auch Austrittsbestrebungen keinen großen Rückhalt in der Bevölkerung finden dürften.

### **Ein Europäischer Währungsfonds soll Krisenanfälligkeit der EWU beseitigen**

Auch wenn sich die politischen Akteure über eine grundsätzliche Behebung der europäischen Krisenanfälligkeit einig sind, herrscht jedoch großer Dissens über den „richtigen“ Lösungsansatz. In einem vom Thinktank Bruegel veröffentlichten Artikel [„The time is right for a European Monetary Fund“](#) unterbreiten die beiden Autoren Sapir und Schoenmaker einen Vorschlag, welcher sich weitestgehend auf die Gründung eines Europäischen Währungsfonds (EWF) konzentriert.

Die beiden Autoren sehen als zentrales Element für die nachhaltige Umgestaltung der europäischen Institutionen eine Ausweitung der Risikovergemeinschaftung, die aber nur bei gleichzeitiger Reduktion der allgemeinen Risiken erfolgen darf. Weiterhin muss ihrer Einschätzung nach der Nexus zwischen der Validität des Bankenmarktes und der Nachhaltigkeit der nationalen Staatsfinanzen aufgebrochen und beseitigt werden. Dazu soll neben einer gemeinsamen subsidiären Einlagensicherung vor allem ein Europäischer Währungsfonds (EWF) erschaffen werden, der neben der Bereitstellung von Hilfs- und Fördergeldern auch die geordnete Abwicklung von insolventen Staaten steuern soll.

In seiner Tätigkeit als Insolvenzmechanismus für Staaten tritt der Europäische Währungsfonds in Verhandlungen mit den finanziell angeschlagenen Staaten sowie seinen Gläubigern und legt die Bedingungen für den Abwicklungsprozess, wie den Umfang des Schuldenerlasses, fest. Zusätzlich kann der EWF dem angeschlagenen Land sowohl vor als auch nach der Insolvenz mit Hilfgeldern unter die Arme greifen. Die Finanzspritzen sollen aber nur für den Fall einer tatsächlichen Insolvenz an Auflagen geknüpft werden.

Weiterhin schlagen Sapir und Schoenmaker vor, dass ein EWF auch ein vollendendes Puzzle-Teil der Bankenunion sein soll. Zum einen fungiert er parallel zur EZB als finanzielles Sicherheitsnetz für die Bankinstitute. Zum anderen soll er einem neu geschaffenen Organ, dem Einlagen- und Abwicklungsmechanismus für Banken, im Notfall Kreditlinien zur Verfügung stellen.

Die beiden Autoren weisen ebenfalls auf die dringend notwendige Beseitigung einiger nach wie vor bestehenden Moral-Hazard-Problematik hin, die Staaten wie Bankinstitute dazu verleitet, sich auf die Solvenz und Hilfsbereitschaft anderer EWU-Partner zu verlassen. Noch vor der Installation eines EWF müsste daher erstens zur Vollendung der Bankenunion das in manchen Ländern immer noch hohe Volumen ausfallgefährdeter Kredite in den Bilanzen der Banken deutlich vermindert werden. Zweitens sollen die Beiträge zum Einlagensicherungsfonds risiko-adjustiert er-

**Gewaltige wirtschaftliche Kosten dürften Kernländer vor Austritt zurückschrecken lassen**

**Auch der Thinktank Bruegel unterbreitet eine mögliche Konstruktion für einen EWF**

**Ein Europäischer Währungsfonds soll Nexus zwischen Staaten und Banken aufbrechen**

**EWF als Insolvenzmechanismus**

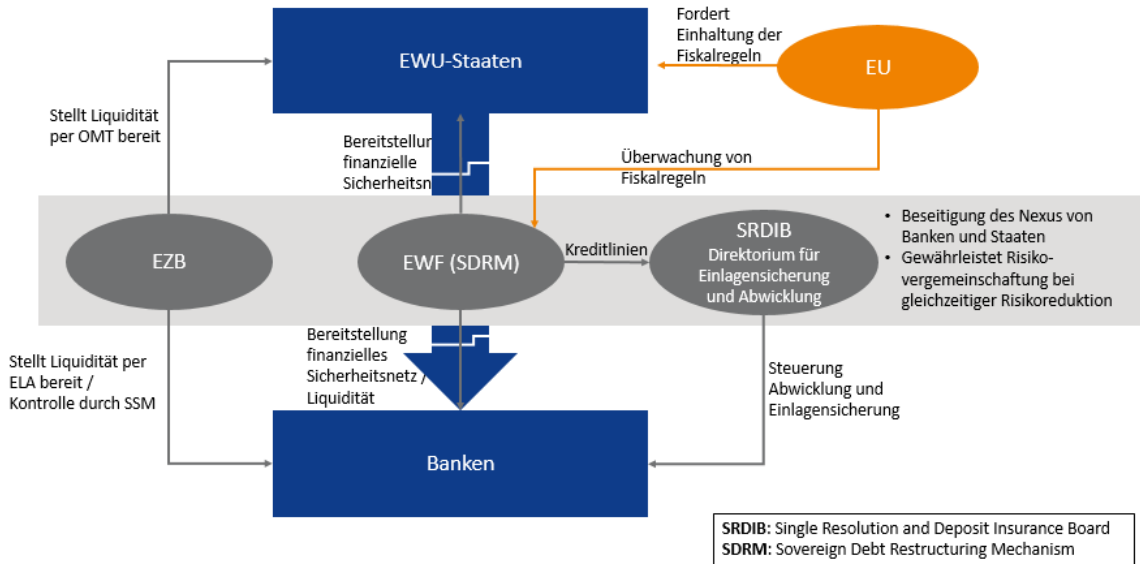
**EWF als vollendendes Puzzle-Teil der Bankenunion**

**Moral Hazard muss im Vorhinein unterbunden werden**

folgen. Zuletzt ist ihrer Einschätzung nach auch die Risikogewichtung von Staatsanleihen in den Bankbilanzen notwendig.

**DAS KONZEPT EINES EUROPÄISCHEN WÄHRUNGSFONDS IM ÜBERBLICK**

LAUT SAPIR UND SCHOENMAKER SOLL EIN EUROPÄISCHER WÄHRUNGSFONDS DEN NEXUS ZWISCHEN BANKEN UND EWU-STAATEN AUFBRECHEN



Quelle: DZ BANK Research, Bruegel

Neben den inhaltlichen Aufgaben des EWF heben die beiden Autoren auch die Bedeutung der Organisationsstruktur für die Funktionsfähigkeit der neuen Institution hervor. Der EWF könnte von einem Direktorium geleitet werden, das sich unter anderem aus den nationalen Finanzministern sowie einem EWU-Finanzminister zusammensetzt. Von zentraler Bedeutung wäre hier die Abstimmung mit qualifizierter Mehrheit – demnach erfordert eine erfolgreiche Votierung 55% der Mitgliedstaaten, die zugleich 65% der Unionsbevölkerung repräsentieren. Denn Einstimmigkeit würde eine schnelle Entschlussfindung behindern, weil sie effektiv jedem Euroland ein Veto-Recht einräumt.

**EWF ohne Disziplinierungsmacht bleibt ein stumpfes Schwert**

In ihrem Bruegel-Artikel erkennen Sapir und Schoenmaker die zahlreichen Fallstricke der Konstruktion der europäischen Institutionen mit politischer Einflussnahme, welche die Krisen der vergangenen Jahre nicht verhindert haben. Den Banken-Staaten-Nexus aufzubrechen, einen Insolvenzmechanismus für Euroländer bereitzustellen oder Moral-Hazard-Risiken zu beseitigen, sind wichtige Maßnahmen, um die Stabilität der Währungsunion zu verbessern. Auch der bereits häufig diskutierte Ansatz, einen Europäischen Währungsfonds zu gründen, der nicht nur als Geldgeber fungiert, sondern auch angeschlagene Banken abwickelt, erscheint zumindest in der Theorie als sinnvoller Vorschlag. In der Praxis könnten sich jedoch einige Stolpersteine ergeben.

Zunächst erscheinen die Voraussetzungen, die laut den Bruegel-Autoren für die nachhaltige Funktionsfähigkeit eines EWF als Abwicklungs- und Hilfsmechanismus gegeben sein müssen, recht illusorisch. Erstens ist nicht anzunehmen, dass die Euroländer bei ihren Bankinstituten eine Risikogewichtung für ihre Staatsanleihen einführen, würde sich das doch negativ in ihren Refinanzierungskosten niederschlagen. Weiterhin ist derzeit nicht abzusehen, dass das große Volumen notleidender Kredite

**EWF-Direktorium soll sich aus Finanzministern zusammensetzen – Abstimmung per qualifizierter Mehrheit**

**Banken-Staaten-Nexus, Insolvenzmechanismus und Moral-Hazard-Risiken richtig benannte Fallstricke**

**Kritik: Angenommene Bedingungen wie die Risikogewichtung von Staatsanleihen erscheinen illusorisch**

in den Büchern vieler Finanzinstitute der Peripherie zeitnah auf ein nachhaltiges Niveau gesenkt wird. Damit würde ein EWF von Anfang an auf tönernen Füßen stehen. Denn gegebenenfalls ist es dann nötig, Euroländern aufgrund ihrer Altlasten zur Seite zu springen.

Außerdem dürfte sich in der Praxis ein EWF nach oben erläuterten Format als eine Institution erweisen, die letztlich nicht mit der nötigen Durchsetzungskraft ausgestattet wird, um die Konstruktionsfehler der EWU ausreichend zu beheben. So schlagen Sapir und Schoenmaker vor, das Führungsorgan eines EWF unter anderem mit den nationalen Finanzministern zu besetzen. Die Erfahrung zeigt jedoch, dass mit nationalen Vertretern besetzte EU-Institutionen politisch getrieben sind und ihre souveränen Interessen verfolgen. Mit fehlender politischer Unabhängigkeit wäre aber die Handlungsfähigkeit der Institution geschwächt. So haben beispielsweise die EU-Kommission und der Europäische Rat innerhalb eines Verfahrens wegen übermäßigen Defizits nie einen der zahlreichen „Defizitsündern“ sanktioniert – hätten die „Richter“ doch irgendwann ähnliche Bestrafungen selbst erwarten müssen. Aufgrund der politischen Abhängigkeit seiner Entscheidungsträger wäre ein derart gestalteter EWF auch nicht in der Lage die Einhaltung von Fiskalregeln zu überwachen und im Zweifel auch durchzusetzen.

Demnach bleibt ein EWF nach dem Vorschlag von Sapir und Schoenmaker ein stumpfes Schwert, das keine wirtschafts- oder finanzpolitische Disziplin der Euroländer einfordern kann. Die Folge wäre letztlich ein Fortbestehen der aktuellen institutionellen Probleme und wirtschaftlichen Fehlanreize. Die Kernländer hätten eine unkontrollierte Ausweitung der Haftungsunion zu befürchten. Demnach müssten sie dieses Risiko über steigende Staatsanleihe-Renditen mittragen, während die Peripherie weiterhin von der Bonität der Geberländer profitieren würde. Eine Situation die nicht zum beiderseitigen Vorteil gereicht, wenn man die langfristigen zusätzlichen Mehrkosten dieses Vorschlags mit den dagegen aber unveränderten Vorteilen für Kernländer vergleicht. Sapirs und Schoenmakers sinnvolles Ziel, ein Gleichgewicht zwischen Risikovergemeinschaftung bei gleichzeitiger Risikoreduzierung in Eurozone herzustellen, dürfte ein einseitiger Risikoumverteilungsmechanismus werden.

#### **Die Eurozone braucht politisch unabhängigen EWF mit Durchsetzungskraft**

Um die institutionelle Konstruktionschwäche eines politisch getriebenen EWF zu lösen, könnte die unabhängige Europäische Zentralbank als Vorbild dienen. Diese hatte sich in Krisenzeiten als schnell durchgreifender Rettungsanker erwiesen. So könnten die Direktoriumsmitglieder des EWF ebenfalls auf viele Jahre vom Europaparlament und dem Europäischen Rat gewählt werden. Die politische Legitimität wäre wahrscheinlich noch größer, wenn diese Wächter nach fachlicher Eignung unmittelbar von den europäischen Volksvertretern bestimmt würden und nicht nach politischem Proporz. Ein derart gestalteter EWF wäre dann alleine seinen Statuten und dem EU-Parlament verpflichtet.

Konkret sollte ein EWF nicht nur als Rettungsmechanismus dienen, der angeschlagene Staaten mit Finanzspritzen unterstützen und im Notfall geordnet abwickeln soll. Eine besonders wichtige Aufgabe des EWF wäre auch, präventiv fiskalische und wirtschaftspolitische Verfehlungen aufzuzeigen und Strukturreformen zu verlangen, wie es die europäischen Gläubiger bereits seit Jahren im Fall Griechenland getan haben. Käme ein Staat den Auflagen nicht nach, müssten konsequent Sanktionen verhängt werden, welche Geldstrafen, das Zurückhalten von Hilfsgeldern oder den Entzug von Stimmrechten auf europäischer Ebene einschließen können.

**Kritik: ein mit EWU-Finanzminister besetzter EWF wäre nur politisch getrieben**

**EWF nach Vorschlag von Sapir und Schoenmaker löst Probleme der EWU nicht**

**Kernrenditen würden steigen, während Risikoprämien der Peripherie fallen**

**Ein unabhängiger EWF nach dem Vorbild der EZB wäre sinnvoll**

**EWF muss wirtschaftspolitische Disziplin einfordern können**



Kritiker könnten gegen einen entpolitisierten EWF, der deutlichen Einfluss auf die Wirtschaftspolitik der EWU-Länder nimmt, einwenden, dass dies die Eigenständigkeit und Unabhängigkeit der nationalen Regierungen einschränke. Dem könnte man zum einen entgegenhalten, dass dies für die Peripherieländer der Preis ist, für den sie im Gegenzug eine höhere Bonität am Kapitalmarkt erhalten. Zum anderen fiel die Entscheidung, ein Stück nationale Souveränität aufzugeben, bereits mit Gründung der EWU und wäre nur eine logische Konsequenz der bereits getroffenen politischen Entscheidung. Schließlich braucht eine funktionsfähige Eurozone nicht nur eine einheitliche Geldpolitik, sondern auch eine homogenere Wirtschaftspolitik, welche ein unabhängiger EWF gewährleisten könnte.

Ein unabhängiger und schlagkräftiger EWF wäre auch eine Entlastung für die EZB, die mit der Bereitstellung von OMT und dem Anleiheankaufprogramm an die Grenzen ihres Einflussbereichs stieß. Als Liquiditätsgarant und Hilfskreditgeber, denen jeweils die Überwachung von Banken und Staaten obliegt, würden sich die beiden EU-Institutionen sehr gut ergänzen. Während EZB-Chef Draghi seit Jahren wie ein Rufer in der Wüste lediglich sein Mantra wiederholen konnte, den fiskalischen Spielraum des Niedrigzinsumfeldes zu nutzen, um schmerzliche Strukturreform durchzuführen, hätte ein EWF dann andere Druckmittel.

Einem unabhängigen EWF, der eine mit Sanktionsinstrumenten ausgestattete Kontrollinstanz der Wirtschaftspolitik darstellt und sämtliche Moral-Hazard-Risiken beseitigt, dürfte den Interessen der Kernländer grundsätzlich entgegenkommen. Zum einen profitieren sie weiterhin von den ökonomischen und politischen Vorzügen der Währungsunion. Zum anderen können sie erwarten, dass ein solcher EWF die fiskalischen Haftungsrisiken deutlich begrenzt, indem ein verantwortungsvolles Verhalten der EWU-Schuldner gewährleistet wird. Dies dürfte sich auch positiv in Renditen der Gläubigerländer niederschlagen, können Staatsanleihe-Investoren darauf vertrauen, dass einer Transferunion deutliche Grenzen gesetzt sind. Damit müssen sie keine oder nur geringere Vergemeinschaftungsaufschläge verlangen, so wie es dagegen bei einem politischen EWF der Fall wäre.

Darüber hinaus würde am Kapitalmarkt das Vertrauen in die Beständigkeit des Währungsraums insgesamt gefestigt und somit auch der Glaube an die Solvenz der Peripherieländer gestärkt. Letztere würden aus der Bonität der EWU-Gläubiger und der Wirtschaftskraft des Währungsraums ihren Nutzen ziehen. Dies sollte in stabilen und niedrigeren Risikoprämien zum Ausdruck kommen, was zu einer nachhaltigen Entlastung bei den Refinanzierungskosten führen dürfte. Nur für den Fall einer wirtschaftlichen Schiefelage müssten die Peripherieländer die bittere Pille schlucken und sich einer vorgeschriebenen Fiskaldisziplin sowie Strukturreformen unterwerfen.

#### **Perfekter EWF dürfte an politischer Realität scheitern**

In der Praxis ist die Wahrscheinlichkeit aber wohl begrenzt, dass sich die Eurozone auf einen unabhängigen, durchsetzungsstarken EWF nach oben vorgeschlagener Funktionsweise einigen könnte. Während die Gründung eines Europäischen Währungsfonds zwar quer durch die Eurozone Anhänger findet, haben die Peripherieländer und auch Frankreich im Gegensatz zu anderen (Kern-)Staaten eine etwas andere Vorstellung von den Aufgaben und der Organisationsstruktur einer solchen Institution. Die Peripherie sympathisiert eher einen politisch beeinflussbaren EWF als wirtschaftlichen Hilfsmechanismus, der seine Gelder nur an geringe oder gar keine finanzpolitischen Bedingungen knüpft. Vor dem Hintergrund dürfte vor allem die Peripherie an einem EWF-Konstrukt Anstoß nehmen, welches sich politische Unabhängigkeit sowie die Kontrolle der Wirtschafts- und Finanzpolitik auf die Fahne schreibt.

**Verlust von nationaler Eigenständigkeit ist Preis für wirtschaftliche Homogenität und höhere Bonität**

**EWF würde EZB entlasten und gut ergänzen**

**Kernländer profitieren von begrenzten Haftungsrisiken und somit sinkenden Renditen**

**Peripherie zöge Nutzen aus großer Bonität der Eurozone und Vertrauensgewinn am Kapitalmarkt**

**Unabhängiger, durchsetzungsstarker EWF wohl nicht praxistauglich – Peripherie will wirtschaftspolitische Kontrolle nicht abgeben**

Hingegen fordern andere (Kern-)Staaten einen EWF, der präventiv die wirtschaftliche Entwicklung der Euroländer überwacht und korrigiert sowie in Schieflage geratene Staaten zu einem ordnungspolitischen und stark austeritätsgeprägten Handeln zwingt. Aus diesem Grund dürften sie einem von uns vorgeschlagenen unabhängigen und durchsetzungsstarken EWF, für den sie auch einen Teil ihrer wirtschaftspolitischen Souveränität aufgeben, unterstützen, solange er eine homogene und regelkonforme Wirtschaftspolitik aller Euro-Mitglieder erwirken kann. Für die Kernstaaten wäre ein politischer EWF ohne zweckmäßige Überwachungs- und Disziplinierungsmechanismen, wie die Peripherie es fordert, lediglich ein kostspieliger Risikoumverteilungs- und kein Risikoreduktionsmechanismus von Geber- zu Nehmerländern.

#### **Kernländer sollten Vetorecht im Ausgleich für Vergemeinschaftung erhalten**

Angesichts des Dissens über die Konstruktion und Aufgaben eines EWF könnte ein Kompromissvorschlag derart ausfallen, dass sich die EWU-Länder auf einen Tauschhandel einlassen: mehr Gemeinschaft für mehr Disziplin. Die Kernländer akzeptieren den EWF als einen teilpolitischen Kontroll- und Risikoverteilungsmechanismus. Dafür behalten sie sich ein Mitsprache- und Vetorecht ihrer nationalen Parlamente bei Entscheidungen des EWF-Führungsgremiums vor. Besonders in Sachen Bereitstellung oder Aufstockung von Hilfgeldern, aber auch in wirtschaftspolitischen Angelegenheiten würden sie sich eine mögliche Einflussnahme vorbehalten, um Haftungsrisiken zu begrenzen und einer ausufernden Transferunion im Notfall einen Riegel vorschieben zu können. Die Peripherie erhält sich umgekehrt weitestgehend ihre wirtschaftspolitische Souveränität und profitiert von der guten Bonität der Währungsgemeinschaft – insgesamt also eine Win-win-Situation im Vergleich zu einem politischen EWF. Durch das Vetorecht der Geberländer kann die Hilfsbereitschaft für in Schieflage geratene Peripherieländer an Bedingungen geknüpft werden. Um die Grenzen der Haftung zu zementieren, sollten sich die Geberländer für einen Staatenabwicklungsmechanismus aussprechen, zum Beispiel unter dem Dach des EWF.

Wie von Sapir und Schoenmaker in ihrem Bruegel-Artikel bereits beschrieben, kann die Schaffung einer neuen europäischen Institution, dem Europäischen Währungsfonds, nicht der Weisheit letzter Schluss sein. Die Vollendung der Banken- und Kapitalmarktunion sowie ein Mechanismus zur möglichen Abwicklung von Staaten wären weitere wichtige Schritte. Doch dafür müssten erst die richtigen Voraussetzungen geschaffen werden. So ist beispielsweise die Gründung einer funktionsfähigen und nachhaltigen Einlagensicherung zum Scheitern verurteilt, solange viele Banken einiger EWU-Länder noch immer nicht die große Menge an notleidenden Krediten in ihren Büchern abgetragen haben. Doch die Zeit drängt. Das inzwischen Jahre andauernde konjunkturelle Hoch in der EWU wird nicht ewig währen und gegen einen erneuten exogenen Schock wären einige Euroländer derzeit nicht gut gefeit. Auf dem EU-Gipfel im Juni sollen die Reformpläne Gestalt annehmen, doch für einen unabhängigen, durchsetzungsstarken EWF setzt sich bisher keine Regierung ein.

**Für Kernländer ist ein EWF ohne Kontrollmechanismen nur ein Risikoumverteilungsmechanismus**

**Ein Tauschhandel als Kompromiss: mehr Vergemeinschaftung für mehr Disziplin**

**EWF nicht der Weisheit letzter Schluss**

## 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](http://www.dzbank.de)

**E-Mail:** [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)

**Vertreten durch den Vorstand:** Wolfgang Kirsch (Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Wolfgang Köhler, Dr. Cornelius Riese, Michael Speth, Thomas Ullrich

**Generalbevollmächtigter:** Uwe Fröhlich

**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](http://www.bvr-institutssicherung.de)

[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

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

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2018 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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben).

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

- **Europäische Zentralbank** - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)  
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)  
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 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 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. Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen

Nicht jede Sonstige Research-Information enthält eine Aussage über eine bestimmte Investition oder deren Bewertung. Die verwendeten **Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen** der DZ BANK haben die nachfolgenden Bedeutungen.

- 4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung**  
Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelagert sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihrer **Ländergewichtungsempfehlungen für besicherte Bankanleihen** und ihr **CRESTA-SCORE-MODELL**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**. Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.
- 4.2 Nachhaltigkeitsanalyse**  
Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.
- 4.3 Aktienindizes**  
Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.
- 4.4 Währungsräume**  
Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein.  
**„Attraktiv“** bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.  
**„Unattraktiv“** bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten nur sehr niedrige Erträge oder auch Verluste zeigen kann.  
**„Neutral“** bedeutet, es wird erwartet, dass ein Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.  
Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere, Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.
- 4.5 Maßgebend für die Allokation von Marktsegmenten und die Ländergewichtungsempfehlungen für Covered Bonds** ist der Vergleich eines Subsegments zur Gesamtheit der Subsegmente des jeweiligen Marktes:  
**„Übergewichten“** bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment eine deutlich bessere Performance als die Gesamtheit der Subsegmente zeigen kann.  
**„Untergewichten“** bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment eine deutlich schlechtere Performance als die Gesamtheit der Subsegmente zeigen kann.  
**„Neutral gewichten“** bedeutet, es wird erwartet, dass ein Subsegment im Vergleich zur Gesamtheit der Subsegmente keine deutlichen Performanceunterschiede zeigen wird.
- 4.6 Derivate**  
Bei Derivaten (**Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future**) **indizieren** die verwendeten **Pfeile (↑)(↓)(→)** nur die **Trendrichtung**, beinhalten jedoch **keine Anlageempfehlung**. Die Trendrichtung leitet sich allein aus der Anwendung allgemein anerkannter technischer Analyseindikatoren ab, **ohne** eine eigene **Bewertung des Analysten** wiederzugeben.
- 4.7 Rohstoffe**  
**„Pfeil nach oben (↑)“** bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.

„Pfeil nach unten (↓)“ bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

„Pfeil nach rechts (→)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

#### 4.8 Credit Trend Emittenten

Basierend auf der Einschätzung zur Ratingentwicklung der Agenturen sowie dem **DZ BANK CRESTA-SCORE** Prognose-Modell gilt:

„**Positiv**“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten Heraufstufungen durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch,

„**Negativ**“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten Ratingverschlechterungen durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch,

„**Stabil**“ wird vergeben bei in den folgenden zwölf Monaten erwarteten unveränderter Ratings durch die Agenturen S&P, Moody's und Fitch. Hat keine der Agenturen S&P, Moody's und Fitch ein Rating vergeben, erfolgt keine Einschätzung zum Credit-Trend für den betreffenden Emittenten.

#### 5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

**5.1** 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.

**5.2** 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** der nachfolgend genannten **Geltungszeiträume**. Diese **beginnen** mit dem **Tag der Publikation**.

**5.3** Die **Geltungszeiträume** für **Sonstige Research-Informationen** sind bei:

<b>Nachhaltigkeitsanalysen:</b>	zwölf Monate
Analysen nach dem <b>Value-Ansatz:</b>	ein Monat
Analysen zur Asset Allokation ( <b>DZ BANK Muster-Portfolio</b> ):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie ( <b>DZ BANK Sektorfavoriten</b> ):	ein Monat
Dividenden ( <b>DZ BANK Dividendenaristokraten</b> ):	drei Monate
<b>Credit Trend Emittenten:</b>	zwölf Monate
<b>Aktienindizes (fundamental):</b>	drei Monate
<b>Aktienindizes (technisch / Chartanalyse):</b>	eine Woche
<b>Aktienindizes (technical daily):</b>	Publikationstag
<b>Währungsräume:</b>	sechs bis zwölf Monate
<b>Allokation von Marktsegmenten:</b>	ein Monat
<b>Ländergewichtungsempfehlungen für Covered Bonds:</b>	sechs Monate
<b>Derivate</b>	
(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future):	ein Monat
<b>Rohstoffe:</b>	ein Monat

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

**5.5** Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt 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.

#### 6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

**6.1** 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](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) **eingesehen und abgerufen** werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

**6.2** 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.

- 6.3** Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.
- 6.4** **Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Publikationen ausschließt.**
- 6.5** Insbesondere durch die in **Absatz 6.2** 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.
- 6.6** 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.
- 6.7** Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die 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.

#### 7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

##### 7.1 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.

##### 7.2 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, Markt), 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 Analystenkonferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

##### 7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

Eine **Sonstige Research-Information** kann eine **fachkundige Beratung** für entsprechende Investitionen **keinesfalls ersetzen**. Sie kann daher

nicht alleinige Grundlage für die Entscheidung über eine Investition in einen Analysegegenstand sein.

#### 8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

**Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden.**

### 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 weitergegeben, 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 Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben 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 Eigen-

tümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzziele, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen 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 Dokumentes 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 le-

gen, 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.

<b>Kapitalmärkte Institutionelle Kunden</b>	Bereichsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 62	H.-Theo Brockmann
<b>Vertrieb Finanzinstitutionen</b>	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 45 36	Norbert Schäfer
	Gruppenleiter Vertrieb Banken/Zentralbanken	+49 – (0)69 – 74 47 – 12 70	Lars Carlsen
	Gruppenleiter Vertrieb Institutionelle	+49 – (0)69 – 74 47 – 4 24 20	Tilo Sperling
	Gruppenleiter Vertrieb Regionalkunden	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 32	Jörn Schneider
	Vertrieb Asien Institutionelle	+65 – 65 80 – 16 24	Anand Subramanian
<b>VRB Eigengeschäft Vertrieb</b>	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 90 14 7	Torsten Merkle
	Zentraler Vertrieb	+49 – (0)69 – 74 47 – 29 99	Sven Köhler
	Vertrieb Nord/Ost	+49 – (0)511 – 99 19 – 44 5	Carsten Bornhuse
	Vertrieb Bayern	+49 – (0)89 – 21 34 – 30 45	Mario Zollitsch
	Vertrieb Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 46 60	Norbert Mayer
	Vertrieb West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 34	Kay Böckmann
	Produktmanagement	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 03 10	Bernd Rohleder
	Liquidität Verbund	+49 – (0)69 – 74 47 – 34 88	Norbert Mayer
<b>GenoBanken Gesamtbanksteuerung</b>	Gesamtbanksteuerung Zentral, Süd	+49 – (0)69 – 74 47 – 69 56	Dr. Reinhard Mathweis
	Gesamtbanksteuerung West, Nord/Ost	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	André Wöllenweber
	Beratung Gesamtbanksteuerung Nord/Ost	+49 - (0)30 – 20 24 1- 47 0	Bernd Juhnke
	Beratung Gesamtbanksteuerung Bayern	+49 - (0) 89 -21 34- 20 69	Klaus Pfeffer
	Beratung Gesamtbanksteuerung Südwest	+49 – (0)69 – 74 47 – 68 15	Ralf Anacker
	Beratung Gesamtbanksteuerung Zentral/Mitte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 04 86	Kristian Mainert
	Beratung Gesamtbanksteuerung West	+49 – (0)211 – 7 78 – 36 90	Henrik Bernds
<b>Firmenkunden</b>	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 23 69	Roland Weiß
	Gruppenleiter Derivative Solutions Zins, Devisen, Anlage	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 00	Tobias Strumpel
	Gruppenleiterin Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen	+49 – (0)69 – 74 47 – 44 26	Evelyne Thiessen
	Gruppenleiter Vertrieb Mittelstand Zins und Devisen, Region West	+49 – (0)2 11 – 7 78 – 21 55	Ralf Vogt
<b>Emittenten (DCM)</b>	Abteilungsleiter	+49 – (0)69 – 74 47 – 38 11	Friedrich Luthlen
	Gruppenleiter SSA	+49 – (0)69 – 74 47 – 17 10	Kai Poerschke
	Gruppenleiter Financials	+49 – (0)69 – 74 47 – 48 00	Jörg Müller
	Gruppenleiter Corporates	+49 – (0)69 – 74 47 – 71 45	Bettina Streiter
	Gruppenleiter MTN-Desk	+49 – (0)69 – 74 47 – 62 19	Maximilian Lainer
<b>Kapitalmärkte Privatkunden</b>	DZ BANK Produkte	+49 – (0)69 – 74 47 – 9 26 00	wertpapiere@dzbank.de