

# Bielmeiers Welt

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Auf dem Weg in die Transferunion

### WERTPAPIERE

Fertiggestellt:  
18.6.2018 11:16 Uhr

Ersteller:  
Stefan Bielmeier, Chefvolkswirt

- » **Neue italienische Regierung ein Rückschlag für das liberale Europa – Parallelen zur Anfangszeit der Tsipras-Administration in Griechenland**
- » **Märkte wegen Europa- und Fiskalplänen in Aufruhr – große Verhandlungsmacht Roms birgt Risiken für ganz Europa**
- » **Kompromiss zwischen Brüssel und Rom könnte Weg in die Transferunion ebnen – mit wirtschaftlichen und politischen Gefahren für die EWU**

#### Zusammenfassung

Die Eurozone sah sich nach Jahren der Krise bereits auf dem Weg der Besserung. Wie trügerisch die Hoffnung des liberalen Europas war, zeigte sich nur ein Jahr später in Folge der Parlamentswahlen in Italien. Die Vorhaben der neuen italienischen Regierung weisen einige Parallelen zur frühen Tsipras-Administration in Griechenland auf. Das finanzielle Gesamtvolumen der Pläne in Höhe von etwa 100 Mrd. Euro pro Jahr, das das Budgetdefizit Italiens auf 5% des BIP oder höher katapultieren würde, stellt sogar frühere Syriza-Forderungen bei weitem in den Schatten.

Die Regierungspläne haben die Märkte bereits in helle Aufregung versetzt. Die Renditen italienischer Staatsanleihen, aber auch die anderer Peripherie-Staaten, sind in den vergangenen Wochen sprunghaft angestiegen. Verschärft sich die Krise an den Märkten weiter, droht sich die Spirale steigender Risikoprämien immer weiter zu drehen. Auf die Disziplinierungsfunktion des Marktes zu setzen, um Rom zum Einlenken zu bewegen, könnte sich aber als gefährliche Taktik erweisen. Italien weiß angesichts seines hohen wirtschaftlichen Gewichts und der ausstehenden Forderungen um seine Verhandlungsmacht. Setzen Rom und Brüssel auf politische Konfrontation, drohen wiederum Investoren das Vertrauen in Italien zu verlieren.

Die Zeichen stehen mangels Alternativen auf Kompromiss. Brüssel dürfte vor allem darauf drängen, dass Rom seine Überlegungen einer Parallelwährung begräbt und seine überzogenen Fiskalpläne zurechtstutzt. Im Gegenzug wird Brüssel vor allem finanzielle Zugeständnisse an Rom machen müssen. Diese könnten beispielsweise niedrigere Beitragszahlungen Italiens zur EU, ein größeres Volumen geförderter Investitionen aber auch eine gemeinsame Einlagensicherung der Banken umfassen. Der Weg in eine Transferunion wäre damit geebnet. Ist diese erst einmal eingerichtet, werden Abhängigkeiten geschaffen und wirtschaftliche Ungleichgewichte womöglich sogar noch manifestiert. Ferner dürfte der Einstieg in die Transferunion nicht ohne politische Gegenwehr in Kerneuropa bleiben. Der Rechtspopulismus würde zusätzlichen Auftrieb erfahren – ein Pyrrhussieg.

Regelmäßige Kommentare zu den aktuellen Themen finden Sie auch unter [www.bielmeiersblog.dzbank.de](http://www.bielmeiersblog.dzbank.de)

## AUF DEM WEG IN DIE TRANSFERUNION

### Ende einer trügerischen Hoffnung

Die Eurozone sah sich nach Jahren der Krise bereits auf dem Weg der Besserung. Die in einigen Ländern unternommenen Strukturreformen griffen, das Wachstum legte zu und selbst die öffentliche Verschuldung entwickelte sich überwiegend rückläufig. Die Wahl Macrons in Frankreich und die gleichzeitige Niederlage Le Pens sorgten regelrecht für Euphorie, und das Schreckgespenst des wachsenden Populismus in Europa schien in den Hintergrund zu treten.

Wie trügerisch die Hoffnung des liberalen Europas war, zeigte sich nur ein Jahr später bei den Parlamentswahlen in Italien. Die etablierten Parteien wurden regelrecht marginalisiert, während sich ein Bündnis aus Rechts- und Linkspopulisten nun gemeinsam anstellt, Italien und ganz Europa nachhaltig verändern zu wollen. Die Gründe für den Wahlerfolg liegen auf der Hand: Wirtschaftliche und soziale Perspektivlosigkeit der Jugend Italiens, ein Gefühl der Hilfslosigkeit und fehlender europäischer Solidarität bei der Bewältigung der Flüchtlingskrise und nicht zuletzt die Wut auf die Altparteien, die keine Antworten auf die drängenden Probleme des Landes fanden.

Die Koalition aus Fünf-Sterne-Bewegung (M5S) und Lega verspricht nicht weniger als den radikalen Wandel. Was für die einen nach Verheißung klingt, sorgt andersorts für Sorgenfalten. Der Dissens über die richtigen Lösungsansätze der bestehenden Probleme, aber auch die Zielrichtung der Währungsgemeinschaft könnten kaum größer sein. Auf der einen Seite das eher (ordo-)liberal ausgerichtete Europa, für das vor allem Deutschland, aber auch das Baltikum und die Niederlande stehen. Diese Länder haben stets Strukturreformen in Verbindung mit fiskalischer Austerität beschworen und sehen sich durch die wirtschaftlichen Erfolge in Irland, Spanien und auch in Deutschland zu Beginn der 2000er-Jahre bestätigt.

Auf der anderen Seite fordert vor allem das linke politische Spektrum in den Südländern eine staatlich gestützte Investitions- und Konjunkturpolitik und macht auch vor dem Mandat der EZB nicht Halt. Die 2015 ins Amt gekommene Regierung Griechenlands war die erste, die den Versuch unternahm, sich gegen Brüssel, Berlin und Paris aufzulehnen und zudem eine Entschuldung forderte – ohne Erfolg. Griechenland befand sich in der deutlich schwächeren Position, um ein ernstzunehmendes politisches Gegengewicht zu bilden. Die anderen EU-Staaten konnten glaubhaft vertreten, dass die Prinzipien der Eurozone Vorrang vor einer Mitgliedschaft Griechenlands hatten und die Gemeinschaft letztlich wohl auch nicht an einem Grexit zerbrochen wäre.

Die Forderungen der neuen italienischen Regierung weisen einige Parallelen zur frühen Tsipras-Administration in Griechenland auf. M5S und Lega wollen soziale Einschnitte zurücknehmen, Bürger und Unternehmen steuerlich entlasten und vor allem über mehr Schulden die Wirtschaft in Gang bringen. Das finanzielle Gesamtvolumen der Vorhaben in Höhe von etwa 100 Mrd. Euro pro Jahr, das das Budgetdefizit Italiens auf 5% des BIP oder höher katapultieren würde, stellt aber sogar frühere Syriza-Forderungen bei weitem in den Schatten.

### Weltfremde Pläne mit Gefahrenpotenzial

Vielen Politikern anderer EWU-Staaten sowie Investoren scheinen die Steuerpläne Italiens weltfremd. Der Gedanke, dass ein privater Haushalt mit 100.000 Euro Jahreseinkommen, dessen Steuerlast um mehr als 40% gesenkt wird, seinen Konsum in etwa gleicher Größenordnung erhöht, ist nahezu absurd. Die ohnehin „sparsamen“

### Eurozone sah sich auf dem Weg der Besserung

### Italien-Wahl führt bestehende Probleme wieder vor Augen

### Großer Dissens in der Eurozone über Lösungsansätze

### Südländer fordern staatlich gestützte Konjunkturpolitik und machen auch vor dem Mandat der EZB nicht Halt

### Forderungen der neuen italienischen Regierung weisen Parallelen zu Griechenland auf

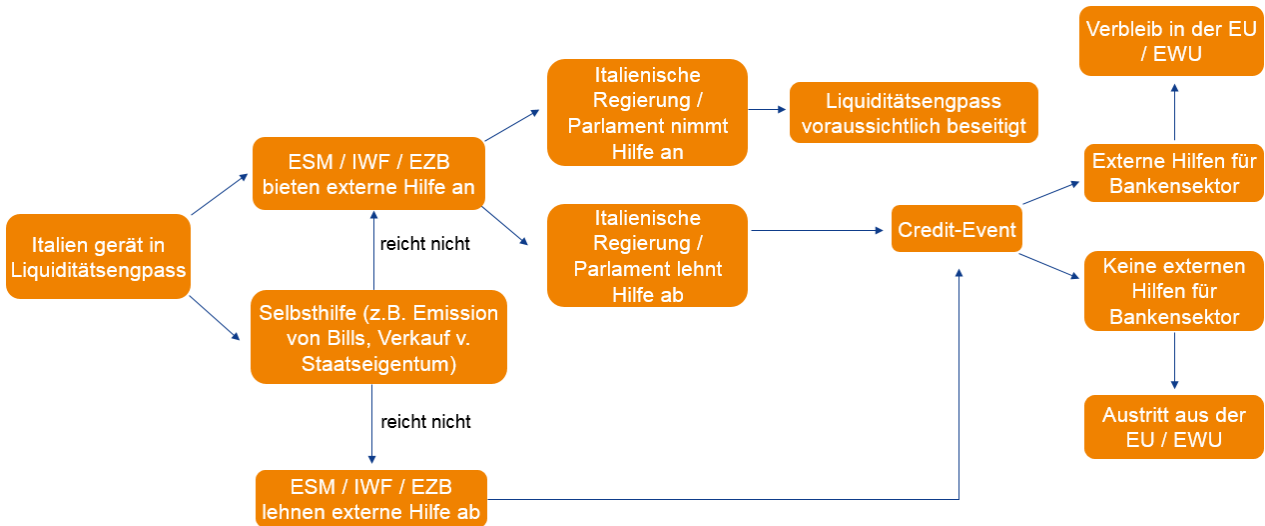
### Luftschloss selbst tragender Aufschwung

Italiener dürften noch viel mehr Geld zur Seite legen und im ungünstigsten Fall sogar zu Hause horten. Der Traum eines sich selbst tragenden wirtschaftlichen Aufschwungs bleibt ein Luftschloss. Der starke Rückenwind bei der Anhängerschaft von M5S und Lega spornt die Regierung aber regelrecht an, den Worten auch Taten folgen zu lassen.

Die Regierungspläne haben die Märkte bereits in helle Aufregung versetzt. Die Renditen italienischer Staatsanleihen, aber auch die anderer Peripherie-Staaten, sind in den vergangenen Wochen sprunghaft angestiegen. Die Nachfrage bei der Auktion von Staatsanleihen fiel zuletzt verdächtig stark. Verschärft sich die Krise an den Märkten weiter, beispielsweise wenn eine Herabstufung des Italien-Ratings erfolgt, droht sich die Spirale steigender Risikoprämien immer weiter zu drehen. Am Ende gerät Italien womöglich sogar in einen Liquiditätsengpass, der die Zahlungsfähigkeit des Landes infrage stellen würde.

**Märkte in heller Aufregung**

**ESKALATIONSKASKADE IM FALL EINES LIQUIDITÄTSENGPASSES IN ITALIEN**  
 WEGEN DER POTENZIELLEN SPRENGKRAFT EINER AUSUFERNDEN ITALIENKRISE DÜRFTE DIE EU ENTGEGENKOMMEN SIGNALISIEREN



Quelle: DZ BANK Research

Auf die Disziplinierungsfunktion des Marktes zu setzen, um Rom zum Einlenken zu bewegen, könnte sich aber als gefährliche Taktik erweisen. Das Ausland hält allein italienische Staatsanleihen im Volumen von rund 703 Mrd. Euro, deutsche und französische Banken sind zudem die größten Gläubiger des italienischen Staates und der Privatwirtschaft. Hinzu kommen die italienischen Target-2-Verbindlichkeiten von rund 450 Mrd. Euro. Europa kann es daher nicht riskieren, dass sich die Marktlage derart zuspitzt und das Land an den Rand der Zahlungsfähigkeit gerät. Die finanziellen und konjunkturellen Folgen für die gesamte Eurozone wären unabsehbar. Müsste Italien wegen eines Kollapses seiner Staatsfinanzen sowie des Bankensystems sogar die Eurozone verlassen, wäre der Fortbestand der ganzen Gemeinschaft in Gefahr.

**Auf die Disziplinierungsfunktion des Marktes zu setzen, ist eine gefährliche Taktik**

Andererseits dürfte aber auch der mahnende Zeigefinger gen Rom kaum den gewünschten Erfolg bringen. Rom weiß angesichts seines hohen wirtschaftlichen Gewichts und der ausstehenden Forderungen vor allem europäischer Banken um seine Verhandlungsmacht. Überdies haben M5S und Lega selbst dazu beigetragen, dass die Erwartungen ihrer Wähler unrealistisch hoch sind – die Regierung ist also zum

**Rom weiß um die eigene Verhandlungsmacht**

politischen Erfolg verdammt und dürfte kaum vor der Brüsseler Gegenwehr einknicken. Setzen beide Seiten auf politische Konfrontation, drohen wiederum die Märkte das Vertrauen in Italien zu verlieren – mit den bereits genannten dramatischen Folgen.

### **Der Weg in die Transferunion**

Die Zeichen stehen mangels Alternativen auf Kompromiss. Brüssel dürfte vor allem darauf drängen, dass Rom seine Überlegungen einer Parallelwährung begräbt und seine überzogenen Fiskalpläne zurechtstutzt. Im Gegenzug wird Brüssel vor allem finanzielle Zugeständnisse an Rom machen müssen. Diese könnten beispielsweise sowohl niedrigere Beitragszahlungen Italiens zur EU, ein größeres Volumen geförderter Investitionen aber auch eine gemeinsame Einlagensicherung der Banken umfassen. Der Weg in eine Transferunion wäre damit geebnet. Auch gemeinsame soziale Sicherungssysteme wie eine europäische Arbeitslosenversicherung zur Abwehr asymmetrischer Schocks sind längst kein Tabuthema mehr und treffen vor allem auch in Reihen der Sozialdemokratie in Deutschland durchaus auf offene Ohren.

Kurzfristig ließen sich durch den Einstieg in eine Transferunion die Risse im Euro-Gebilde kitten. Allerdings zeigen andere Beispiele regionaler Umverteilung von Finanzmitteln wie der Länderfinanzausgleich in Deutschland, dass sich so soziale Ungleichheiten zwar reduzieren, nicht aber unbedingt strukturelle Probleme lösen lassen. Im Gegenteil: Ist die Transferunion erst einmal eingerichtet, werden Abhängigkeiten geschaffen und wirtschaftliche Ungleichgewichte womöglich sogar noch manifestiert.

Ferner dürfte der Einstieg in die Transferunion nicht ohne politische Gegenwehr in Kerneuropa bleiben. Der Rechtspopulismus würde zusätzlichen Auftrieb erfahren und die etablierten Parteien auch hierzulande noch weiter unter Druck setzen. Die Gefahren einer gesellschaftlichen und politischen Spaltung Europas drohen zuzunehmen. Wenngleich der politische Pragmatismus für kurzfristige Lösungen à la Transferunion sprechen könnte, drohen sich diese am Ende als Pyrrhussieg zu erweisen, wenn die zur Bewältigung der Krisen gewählten Mittel politisch nicht konsensfähig sind. Nur wenn es der EU gelingt, die Mehrheit seiner Bürger hinter den politischen Zielen und Maßnahmen der Währungsgemeinschaft zu vereinen, kann die Stabilität und der Erfolg des Euro nachhaltig gesichert werden.

### **Die Zeichen stehen mangels Alternativen auf Kompromiss**

### **Kurzfristig ließen sich durch den Einstieg in eine Transferunion die Risse im Euro-Gebilde kitten**

### **Einstieg in die Transferunion nicht ohne politische Gegenwehr**

## 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:** Henning Deneke-Jöhrens

**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 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](http://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, 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 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 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 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.**