

Branchenanalysen

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Lösen Dienstleistungen die Industrie als Wachstumstreiber ab?

- » Die schwächere Auslandsnachfrage setzt die deutsche Industrie derzeit spürbar unter Druck. In Europa verliert sie auch langfristig an Bedeutung.
- » Die Industriebedeutung für Deutschland ist im internationalen Vergleich hoch. Um die Industrie weiter zu stärken, legt das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie die „Nationale Industriestrategie 2030“ vor.
- » Die Kapazitäten der Dienstleister sind in Europa und in Deutschland kontinuierlich besser ausgelastet als in der Industrie. Vielleicht ist eine Förderung großer Industrieunternehmen zu einseitig?

Zusammenfassung

Der aktuelle Einbruch der Auftragseingänge vor allem aus dem Ausland ist nicht auf die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrieunternehmen zurückzuführen. Er ist eine Folge der hohen Auslandsabhängigkeit der deutschen Industrie in Zeiten einer internationalen Konjunkturertrübung. Vor diesem Hintergrund gewinnt die Diskussion um die „Nationale Industriestrategie 2030“ des Bundesministers für Wirtschaft und Energie Peter Altmaier besondere Brisanz.

Die „Nationale Industriestrategie 2030“ enthält strategische Leitlinien für eine Industriepolitik. Allerdings hat die langfristige Entwicklung gezeigt, dass es die Industrieunternehmen in Deutschland bisher auch ganz gut ohne eine aktive Einflussnahme des Staates geschafft haben, international wettbewerbsfähig zu bleiben. Ihre Bedeutung für die deutsche Wirtschaft ist vergleichsweise hoch. Die Umsatzentwicklung der vergangenen 15 Jahre zeigt aber, dass manche Dienstleistungen dynamischer wuchsen als das verarbeitende Gewerbe und durchaus auch mehr Zukunftspotential besitzen könnten.

Im Gegensatz zu den Industrieunternehmen hat die globale Konjunkturabkühlung den deutschen Dienstleistern bisher nicht die gute Stimmung vermiesen können. Die stark auf den Heimatmarkt konzentrierten Dienstleistungsunternehmen sind weitaus geringer von Konjunkturschwankungen abhängig als die eher exportorientierten Industrieunternehmen. Im ersten Quartal 2019 waren die Kapazitäten der Dienstleister in Deutschland und Europa merklich besser ausgelastet als in der Industrie. Zudem blieb die Kapazitätsauslastung im Vergleich zum Jahresstart 2018 stabil, während sie bei den Industrieunternehmen zurückging. Die Konzentration auf eine Förderung großer Industrieunternehmen könnte sich daher als der falsche Weg erweisen.

VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:
15.4.2019 08:48 Uhr

INHALT

Verarbeitendes Gewerbe hat eine hohe Bedeutung für die deutsche Wirtschaft	2
Schwächere Auslandsnachfrage setzt deutsche Industrie unter Druck	3
Wertschöpfungsanteil der Industrie sinkt in Europa, aber auch in Deutschland?	3
Kapazitäten der Dienstleister besser ausgelastet	4
Ist eine nationale Industriestrategie notwendig?	5
Fazit	6
I. IMPRESSUM	7

Ersteller:
Dr. Claus Niegsch, Economist

Verarbeitendes Gewerbe hat eine hohe Bedeutung für die deutsche Wirtschaft

Um die deutsche Industrie und damit auch die deutsche Wirtschaft langfristig zu stärken, hat der Bundesminister für Wirtschaft und Energie Peter Altmaier im Rahmen einer „Nationalen Industriestrategie 2030“ strategische Leitlinien für eine Industriepolitik vorgelegt. Eine konzentrierte Förderung der deutschen Industrie ist aber vielleicht gar nicht zielführend. Je nach Ausgestaltung könnte sie sich eventuell sogar als Bremsklotz auf einem zukunftsweisenden Pfad für die gesamte deutsche Wirtschaft erweisen, etwa wenn die Förderung nicht bei den wirklich zukunftsorientierten, fortschrittlichen Unternehmen unabhängig von deren Sektorzugehörigkeit ankommt.

Die deutsche Wirtschaft hat in den vergangenen Jahrzehnten in besonderem Maße von der positiven Entwicklung der Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe profitiert. Die Globalisierung und ein boomender Welthandel beflügelten den Sektor zusätzlich. Allerdings zeigte die Abhängigkeit der deutschen Wirtschaft vom verarbeitenden Gewerbe und dessen Exporterfolgen auch spürbar negative Auswirkungen während der Finanzmarkt- und der Euroschuldenkrise, die von der stabilen Entwicklung des Handels- und Dienstleistungssektors nur zum Teil kompensiert werden konnten.

Im internationalen Vergleich ist dennoch auffällig, welch hohe Bedeutung dem verarbeitenden Gewerbe in Deutschland heute noch zukommt. Immerhin erzielen die Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe hier noch rund ein Viertel der Wertschöpfung aller Sektoren. Das entspricht ungefähr 23 Prozent des deutschen Bruttoinlandsprodukts (BIP). Zum Vergleich: In den Vereinigten Staaten hat das verarbeitende Gewerbe lediglich noch einen Anteil von rund 11 Prozent am BIP, in Frankreich von rund 10 Prozent und in Großbritannien sogar nur noch von rund 8 Prozent.

Dennoch übersteigt das Wachstumstempo der USA das der deutschen Wirtschaft. Die Vereinigten Staaten haben den Schritt zur Dienstleistungsgesellschaft wesentlich stärker vollzogen. Der Technologie- und Softwaresektor ist einer der Gründe für die positive Entwicklung der USA. Während Deutschland in diesem Segment unbestreitbar einen Nachteil gegenüber den Vereinigten Staaten hat, konnten die Forschung und Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe und die hohe Wertschätzung, welche die deutschen Erzeugnisse deswegen weltweit genießen, dieses Defizit zumindest teilweise kompensieren.

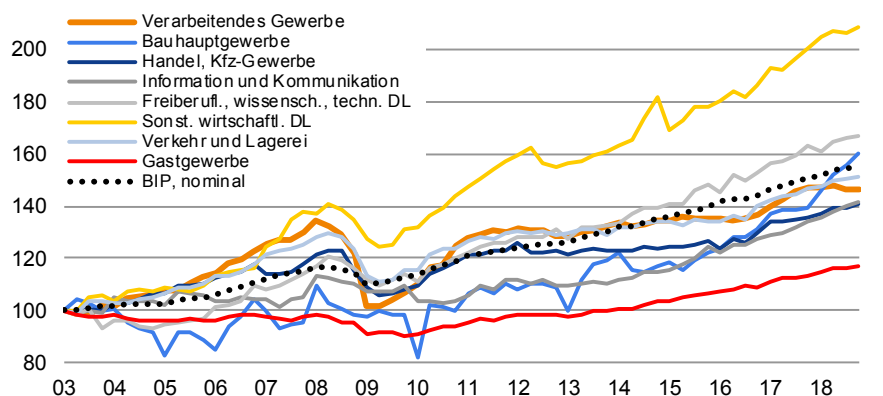
BMWi legt strategische Leitlinien für eine Industriepolitik vor

Erfolg der deutschen Wirtschaft ist auch abhängig vom Exporterfolg des verarbeitenden Gewerbes

Verarbeitendes Gewerbe hat in Deutschland eine viel höhere Bedeutung als in anderen Industriestaaten

USA haben den Schritt zur Dienstleistungsgesellschaft deutlich stärker vollzogen

VERARBEITENDES GEWERBE ERWIES SICH IN DEN VERGANGENEN 15 JAHREN NUR ZUM TEIL ALS BESONDERS WACHSTUMSSTARK (I/2003=100, NOMINALE UMSÄTZE BZW. BIP)



Quelle: Statistisches Bundesamt, DZ BANK.

Schwächere Auslandsnachfrage setzt deutsche Industrie unter Druck

Die Abkühlung der Weltkonjunktur, die nicht zuletzt durch die Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China, durch die Angst vor weiteren US-Strafzöllen und durch die Unsicherheit des Brexit verursacht wurde, setzt das erfolgsverwöhnte deutsche Wirtschaftsmodell aktuell unter Druck.

Dabei zeigt die Umsatzentwicklung der vergangenen 15 Jahre bereits, dass keineswegs das verarbeitende Gewerbe langfristig am erfolgreichsten war. Vielmehr wuchsen insbesondere die freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen dynamischer als das verarbeitende Gewerbe. Zu diesen Dienstleistungen gehören neben den verschiedenen Beratungstätigkeiten beispielsweise auch die Architektur- und Ingenieurbüros sowie die Forschung und Entwicklung.

Aber auch das Umsatzwachstum der sonstigen wirtschaftlichen Dienste übertraf langfristig das der Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe. Hierunter fallen unter anderem die Leasingunternehmen und die Personalvermittlung, aber auch Dienste mit einer nur vergleichsweise geringen Wertschöpfung wie das Facility Management oder die Call Center.

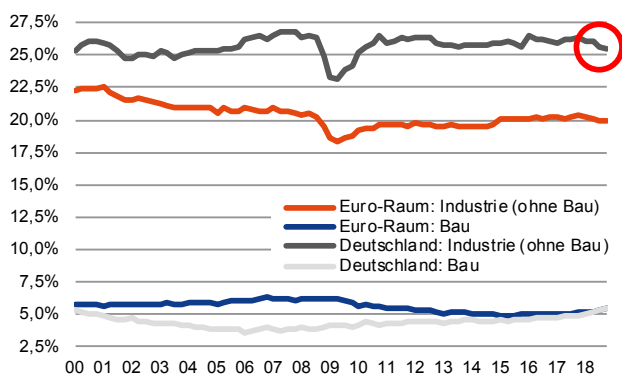
Andere Dienstleistungen, wie das Gastgewerbe, aber auch wie der Informations- und Kommunikationssektor blieben in Deutschland jedoch hinter dem Wachstumstempo des verarbeitenden Gewerbes zurück. So ist es nicht verwunderlich, dass alles in allem der Wertschöpfungsanteil der Dienstleistungen in Deutschland seit dem Jahr 2000 nahezu unverändert blieb, während er etwa im Euro-Raum im gleichen Zeitraum leicht gestiegen ist.

Deutsche Wirtschaft bekommt Abkühlung der Weltkonjunktur zu spüren

Umsatzentwicklung der vergangenen 15 Jahren war im verarbeitenden Gewerbe nicht am dynamischsten

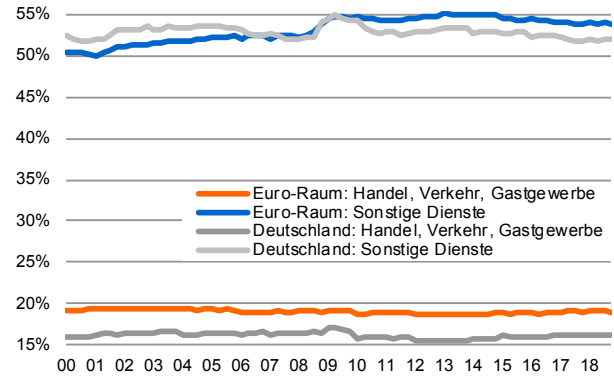
Wertschöpfungsanteil der Dienstleistungen in Deutschland langfristig nahezu unverändert, im Euro-Raum aber leicht gestiegen

IM EURO-RAUM HAT DIE BEDEUTUNG DER INDUSTRIE LANGFRISTIG ABGENOMMEN (WERTSCHÖPFUNGSANTEIL IN V.H., NOM.), ...



Quelle: Statistisches Bundesamt, Eurostat, DZ BANK.

... DIE DIENSTLEISTUNGEN GEWANNEN DAGEGEN AN BEDEUTUNG (WERTSCHÖPFUNGSANTEIL IN V.H., NOM.)



Quelle: Statistisches Bundesamt, Eurostat, DZ BANK.

Wertschöpfungsanteil der Industrie sinkt in Europa, aber auch in Deutschland?

Ein weiterer Unterschied zwischen der deutschen Wirtschaft und dem Euro-Raum zeigt sich bei der Bedeutung der Industrie im Zeitverlauf. Während im Euro-Raum der Wertschöpfungsanteil des verarbeitenden Gewerbes gegenüber dem Jahr 2000 insgesamt spürbar nachgegeben hat, blieb er in Deutschland weitgehend stabil. Erst im letzten halben Jahr ging er angesichts der merklich schwächeren Auslandsnachfrage von über 26 Prozent auf rund 25,4 Prozent zurück.

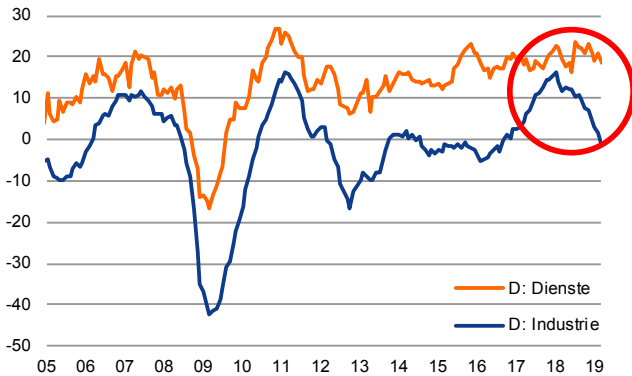
Bedeutung der Industrie im Euro-Raum langfristig rückläufig, in Deutschland erst seit einem halben Jahr

Die Dienstleister haben diesen Bedeutungsverlust der letzten beiden Quartale jedoch nur zu einem kleinen Teil wettmachen können. Stattdessen sorgte vor allem der Bauboom in Deutschland für einen steigenden Wertschöpfungsanteil der Baubranche und das nicht erst seit einem halben Jahr. So betrug der Anteil der Bauunternehmen an der gesamten deutschen Wertschöpfung im ersten Quartal 2006 noch lediglich 3,6 Prozent. Mittlerweile sind es 5,5 Prozent.

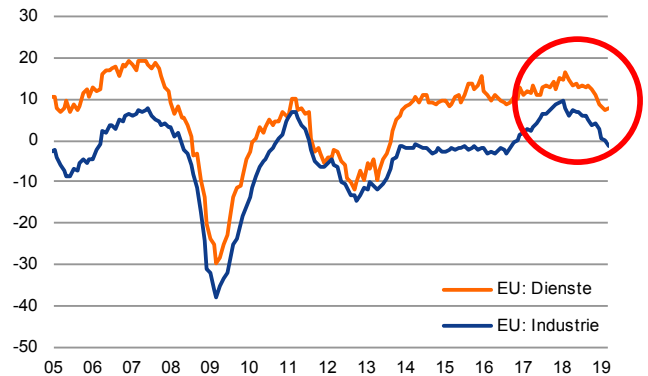
Dienstleister und vor allem Bauunternehmen springen in die Bresche

UNTERNEHMENSVERTRAUEN IM VERGLEICH (SALDO DER ANTWORTEN)

Dienstleistungsvertrauen bleibt in Deutschland stabil, ...



... in der EU schwächt es sich analog zur Industrie ab



Quelle: EU-Kommission.

Quelle: EU-Kommission.

Anmerkung: Das Industrievertrauen wird gebildet aus (Bewertung der Aufträge – Bewertung der Lager + Produktionserwartungen)/3. Das Dienstleistungsvertrauen errechnet sich aus (Geschäftslage der letzten drei Monate + Nachfrageentwicklung der letzten drei Monate + Nachfrageerwartungen für die nächsten drei Monate)/3.

Den deutschen Dienstleistern hat die globale Konjunkturabkühlung bisher nicht die gute Stimmung vermiesen können. Hier zahlt sich aus, dass die stark auf den Heimatmarkt konzentrierten Dienstleistungsunternehmen weitaus geringer von Konjunkturschwankungen abhängig sind als die eher exportorientierten Industrieunternehmen. Allerdings darf man dies nicht verallgemeinern: In der Europäischen Union trübt sich aktuell das Dienstleistungsvertrauen analog zum Industrievertrauen ein. Verglichen mit Deutschland fällt auch die deutlich höhere Volatilität des Dienstleistungssektors in Europa auf.

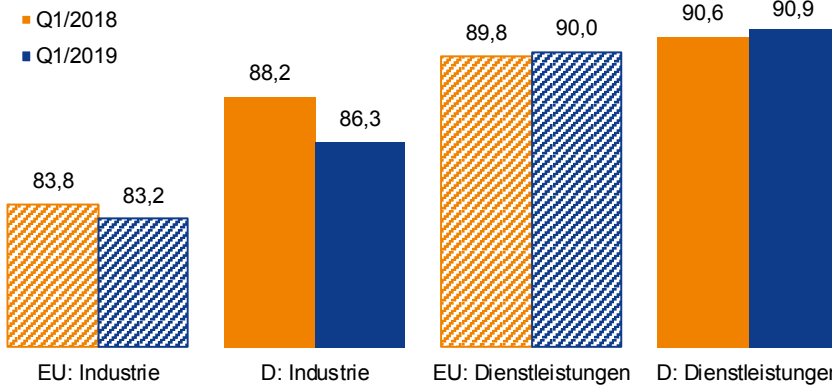
Stimmung der Dienstleister in Deutschland weiter gut, ganz im Gegensatz zur Industrie

Kapazitäten der Dienstleister besser ausgelastet

Dennoch waren die Kapazitäten der europäischen Dienstleister mit 90 Prozent im ersten Quartal 2019 merklich besser ausgelastet als in der Industrie (83,2 Prozent). Zudem blieben sie im Vorjahresvergleich stabil, während die Kapazitätsauslastung der Industrieunternehmen rückläufig war. Auf etwas höherem Niveau gilt das gleiche auch für Deutschland, wobei die Kapazitätsauslastung in der deutschen Industrie in den vergangenen zwölf Monaten merklich stärker fiel, als dies EU-weit der Fall war.

In Deutschland und Europa übertrifft die Kapazitätsauslastung der Dienstleister deutlich die Auslastung der Industrie

KAPAZITÄTEN DER DIENSTLEISTER SIND SOWOHL IN DEUTSCHLAND ALS AUCH IN DER EU MERKLIICH HÖHER AUSGELASTET (IN V.H.)



Quelle: EU Kommission.

Ist eine nationale Industriestrategie notwendig?

Die aktuellen Zahlen könnten den Eindruck erwecken, dass die exportabhängige deutsche Industrie derzeit eine Förderung und Unterstützung durch den Staat benötigt. Wenn dies der Fall wäre, käme den Unternehmen die „Nationale Industriestrategie 2030“ des Bundeswirtschaftsministeriums sicher gelegen, wenn sie denn tatsächlich notwendig und erfolgversprechend wäre.

Allerdings hat die langfristige Entwicklung gezeigt, dass es die Industrieunternehmen in Deutschland bisher auch ganz gut ohne eine aktive Einflussnahme des Staates geschafft haben, international wettbewerbsfähig zu bleiben. Der aktuelle Einbruch der Auftragseingänge vor allem aus dem Ausland ist schließlich nicht auf die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industrieunternehmen zurückzuführen. Vielmehr ist es eine Folge der hohen Auslandsabhängigkeit der deutschen Industrie in Zeiten einer internationalen Konjunkturertrübung. Immerhin erzielen die Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe rund die Hälfte ihrer Umsätze im Ausland. Im Maschinenbau und in der Automobilindustrie sind es jeweils sogar deutlich über 60 Prozent.

Auch die Forderung zur Errichtung neuer Industriegroßkonzerne, sogenannter „Champions“, die auch aufgrund ihrer Größe auf dem Weltmarkt erfolgreich sein sollen, geht an der deutschen Wirklichkeit weitgehend vorbei, auch wenn die in der „Nationalen Industriestrategie 2030“ genannten Beispiele Airbus, Siemens, Thyssen-Krupp oder die Automobilhersteller langfristig sicherlich positive Beispiele sind. Gerade im Maschinenbau und in der Elektrotechnik, aber auch bei den Automobilzulieferern gibt es jedoch viele kleinere, mittelständische Unternehmen, die auf ihrem jeweiligen Spezialgebiet eben auch zu den Weltmarktführern zählen und für eine erfolgreiche Umgestaltung der deutschen Industrie zur Industrie 4.0 von erheblicher Bedeutung sind. Diese deutsche Besonderheit vernachlässigt der Entwurf des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie (BMWi) für eine neue deutsche Industriepolitik weitgehend. Der industrielle Mittelstand wird zwar erwähnt, die Bewertung seiner Zukunftsaussichten fällt aber sehr negativ aus.

Zudem werden im Rahmen der nationalen Industriestrategie mit den großen Technologiekonzernen in den Vereinigten Staaten fälschlicherweise auch positive Entwicklungen angeführt, die gar nicht der Industrie, sondern dem Dienstleistungssektor zuzurechnen sind. In diesem Bereich ist aber der Rückstand zu den USA bereits zu

Aktuell schwache Industrieentwicklung könnte die Notwendigkeit einer Industriepolitik unterstreichen, ...

... langfristige Entwicklung und hohe Wettbewerbsfähigkeit beweisen aber, dass es auch ohne geht

Konzept nationaler und europäischer "Champions" vernachlässigt den Mittelstand

Beschränkung auf Industrie ist nicht nachzuvollziehen, ...

groß, um hier jetzt noch neue nationale, europäische oder gar internationale Champions aufzubauen, abgesehen von den wenigen bereits bestehenden international sehr erfolgreichen Softwarekonzernen wie beispielsweise SAP. Eine sektorunabhängige Förderung von Forschung und Entwicklung könnte aber dazu führen, dass Deutschland auch in Zukunft noch Technologieführer hervorbringt.

Die aktuelle Industriepolitik Donald Trumps, die vor allem auf die Erhaltung alter, traditioneller Industrien zielt, sollte dagegen nicht als Vorbild für eine zukunftsweisende Ausrichtung der deutschen Wirtschaft dienen. Wie der wissenschaftliche Beirat beim BMWi am 8. Februar 2019 in seiner Reaktion auf die nationale Industriestrategie bereits geschrieben hat, ist es nicht entscheidend, „ob ein Unternehmen dem verarbeitenden Gewerbe oder dem Dienstleistungsgewerbe zugerechnet wird, sondern ob mit den jeweiligen Arbeitsplätzen eine hohe Wertschöpfung, eine hohe Produktivität und damit hohe Löhne verbunden sind“.

Fazit

Auf lange Sicht werden die Dienstleister in Europa, aber auch in Deutschland immer wichtiger für die Wirtschaft. Insbesondere in Europa dürfte dagegen die industrielle Fertigung weiter an Bedeutung verlieren. Ein Voranschreiten in die Dienstleistungsgesellschaft sorgt zwar nicht automatisch für einen dynamischen Wachstumsboom. Positiver Effekt eines Bedeutungsgewinns der Dienstleistungen wäre aber eine merklich geringere Verwundbarkeit der deutschen Wirtschaft bei internationalen Krisen.

Eine reine Industriepolitik, wie sie im Rahmen der „Nationalen Industriestrategie 2030“ angedacht ist, wäre dagegen kaum zukunftsgerichtet und dementsprechend auch nicht zielführend. Den Schwerpunkt der Förderung auf Großunternehmen in der Industrie zu legen, geht an der deutschen Wirklichkeit vorbei. Damit würden nicht nur erfolgversprechende, zukunftsorientierte Geschäftsmodelle in anderen Sektoren, sondern auch der für Deutschland so wichtige Mittelstand vernachlässigt.

Viel sinnvoller als eine neue Industriepolitik wäre daher eine weitergehende Unterstützung von Forschung und Entwicklung unabhängig davon, ob sie der Industrie oder dem Dienstleistungsbereich zuzurechnen ist oder gar an den deutschen Universitäten erfolgt. Gerade eine erfolgreiche Grundlagenforschung könnte der deutschen Wirtschaft den Weg in die Zukunft weisen.

... was auch die aktuelle Industriepolitik Donald Trumps beweist

Dienstleister werden in Deutschland und Europa langfristig immer wichtiger für die Wirtschaft

Volatilität nimmt ab

„Nationale Industriestrategie 2030“ ist kaum zukunftsgerichtet

Sinnvoller als eine Industriepolitik wäre die Förderung von Forschung und Entwicklung

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

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

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender), Dr. Cornelius Riese (Co-Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler, Michael Speth, Thomas Ullrich

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

www.bvr.de/SE

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

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2019 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

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

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

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

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

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

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

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

Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 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 **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.

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

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 Kursbewertungen, 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 Eigentümers, 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 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.