

Bielmeiers Welt

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Notenbanken: Eingeclipmt zwischen Politik und Unabhängigkeit

- » Die in den vergangenen Jahrzehnten erlangte Unabhängigkeit der Zentralbanken ist entscheidend, um Vertrauen bei den Menschen zu schaffen
- » Im Zuge der vermeintlich erfolgreichen Inflationsbekämpfung ist bei den Geldpolitikern eine Kontrollillusion entstanden
- » Die sich zu Superinstitutionen entwickelnden Notenbanken werden attraktiv für die Politik – es braucht ein Umdenken, um Schaden zu vermeiden

Eine große Errungenschaft des ausgehenden 20. Jahrhunderts war die Erlangung der Unabhängigkeit der Zentralbanken in den westlichen Industrienationen. So war schon die US-Notenbank Federal Reserve seit ihrer Gründung 1913 unabhängig und auch die auf die Bank deutscher Länder folgende Bundesbank wurde 1957 so geschaffen. Im Laufe der 1990er-Jahre entlieen dann auch weitere europäische Länder im Rahmen des Maastrichter Vertrags für die Vorbereitung der Eurozone ihre Notenbanken in die Unabhängigkeit. So startete dann 1998 die Europäische Zentralbank als unabhängige Zentralbank. Die Bank of England wurde bereits 1997 unabhängig, während die Bank of Japan seit 1998 autonom agiert. Das war nicht immer so. Gerade die älteren Notenbanken, wie die Bank of England, waren zu Beginn ihrer Gründung eigentlich nur eine nachgelagerte Behörde, die sich hauptsächlich um die Geldversorgung der Wirtschaft kümmerten.

Geldschöpfung aus den Händen der Politik genommen

Ohne die Unabhängigkeit der Zentralbanken hätte man die modernen Finanzmärkte kaum entwickeln können. Die Geldschöpfung und Beschaftigungsziele – Letzteres direkt oder indirekt – wurden aus den Händen der Politik genommen und einer unabhängigen Institution übertragen. Damit einher gingen auch ganz grundlegende Inflationsziele. Durch die Erfahrung der Hyperinflation in den 20er-Jahren des letzten Jahrhunderts, insbesondere in Europa, hatte dieses Ziel eine große Bedeutung. Nach dem Zweiten Weltkrieg gelang es den Notenbanken, das Finanzsystem zu stabilisieren. Dies dauerte natürlich einige Jahrzehnte und es gab einige Krisen zu überwinden. So schaffte man in diesem Zeitraum den Goldstandard ab und das Bretton-Woods-System, das die westlichen Währungen an den US-Dollar band, zerfiel. Zudem mussten die Notenbanken zwei große olkrisen bewältigen, die mit hoher Inflation und nachfolgenden Rezessionen einhergingen. Die finanzielle Repression in den USA nach dem Vietnamkrieg war ebenfalls eine Herausforderung, die die Fed meisterte, genauso wie die Bundesbank die Geldpolitik während der Wiedervereinigung Deutschlands bewerkstelligte. Die Notenbanken waren wichtig und erfüllten ihren Auftrag, ohne großes Aufheben. Die Finanzmärkte konnten sich so zu einer Stütze der Realwirtschaft entwickeln. Gleichzeitig stieg das Vertrauen in die Notenbanken, ein Stabilitätsanker für die Realwirtschaft und die Finanzmärkte zu sein. Das

WERTPAPIERE

Fertiggestellt:
7.8.2019 09:53 Uhr

INHALT

I. IMPRESSUM

4

Ersteller/in:
Stefan Bielmeier, Chefvolkswirt

Regelmäßige Kommentare zu den aktuellen Themen finden Sie auch unter www.bielmeiersblog.dzbank.de

Vertrauen entwickelte sich zur wichtigsten Währung der Notenbanken.

Kontrollillusion

Ab 1992 legte die weltwirtschaftliche Dynamik deutlich zu. Die Osterweiterung der EU und die Globalisierung hatten immense Auswirkungen auf die Produktionsprozesse in der Industrie. Das Resultat war eine spürbar engere und komplexere internationale Verflechtung der Produktionsprozesse und infolgedessen ein nachhaltiges Wachstum des Welthandels. Es begann ein Standortwettbewerb zwischen etablierten Industrieländern und aufstrebenden Schwellenländern. Dieser Wettbewerb hatte Folgen für die Löhne, die nicht mehr wie gewohnt stiegen, und für die Produktivität, die spürbar anzog. Gleichzeitig wuchsen die Kapital- und Bankenmärkte zusammen, was die Effekte der Globalisierung noch verstärkte. Diese Entwicklungen führten global zu einer fallenden Inflation. Für die führenden Notenbanken wurde es relativ einfach, ihre Ziele zu erreichen. In diesem generell fallenden Inflationstrend gab es natürlich auch Phasen mit steigender Inflation, jedoch reichten relativ kleine Zinsanhebungen der Notenbanken, um einem nachhaltigen Inflationsdruck zu begegnen. Dies lag nicht am Einfluss der Notenbanken allein, wichtiger war wahrscheinlich der übergeordnete Trend der Globalisierung. Obwohl die Erfolge steigender Finanzstabilität und niedriger Inflation wohl nur teilweise den Zentralbanken zuzuschreiben waren, wuchs das Vertrauen in die Fähigkeiten der Notenbanken. In den Notenbanken setzte sich eine Art Kontrollillusion durch: Es bestand Einigkeit, dass man mit relativ kleinen Zinsänderungen die Inflation großer Volkswirtschaften nachhaltig verändern kann.

„Hochmut kommt vor dem Fall“ – auf diesen Satz könnte man die Finanzkrise von 2007 und deren Folgen zusammenfassen. Alles schien blendend zu laufen. Die Globalisierung sorgte für stabiles Wachstum bei niedriger Inflation. Die Einführung von neuen Produkten am Finanzmarkt verbreiterte die Risikoverteilung und damit auch die Risikotragfähigkeit einzelner Investoren und scheinbar auch des gesamten Finanzmarktes. Grenzenloses Wachstum schien möglich. Jedoch, ein Perpetuum mobile gibt es nicht, weder in der Physik noch am Finanzmarkt. So kam, was kommen musste: Das System fiel in sich zusammen, mit tiefgreifenden Folgen für Weltkonjunktur und Finanzmärkte.

Superinstitutionen

Für die Zentralbanken hatte dies seine eigenen Folgen. Die Notenbanken waren auch in der Finanzkrise funktionierende Institutionen und –noch wichtiger– sie genossen das Vertrauen der Menschen. So fiel es politisch leicht, den Zentralbanken alle anfallenden Aufgaben zu übertragen: die Bankenaufsicht, eine volkswirtschaftliche Globalsteuerung – die makroprudenzielle Aufsicht – und natürlich die Geldpolitik, die eigentliche Aufgabe der Notenbanken. Diese erlangten damit zweifellos eine große Machtfülle. Inwieweit die einzelnen Aufgaben zu einem Interessenkonflikt führen können, wurde nicht diskutiert. Dabei lag dies bei Geldpolitik und Bankenaufsicht eigentlich auf der Hand. In den Finanzmärkten haben sich Notenbanken damit zu Superinstitutionen entwickelt, die alle Belange kontrollieren und regulieren. Damit stellte sich auch zum ersten Mal die Frage nach der demokratischen Legitimität. Bis dato unterlagen solch machtvolle Behörden einer direkten demokratischen Kontrolle, der sich die Notenbanken aber durch ihre gesetzmäßige und eigentlich wichtige Unabhängigkeit entzogen.

In den letzten Jahren kämpfen die Notenbanken weltweit gegen eine zu niedrige Inflation, bislang ohne nennenswerte Erfolge. Die Inflationsentwicklung scheint sich allen Einflussmöglichkeiten der Zentralbanken zu entziehen. Negative Leitzinsen, das Kaufen von Anleihen, Steuerung der Zinsstrukturkurve – all diese Instrumente wurden eingesetzt, bislang jedoch ohne Erfolg. Es findet jedoch keine Diskussion über

Obwohl die Erfolge steigender Finanzstabilität und niedriger Inflation wohl nur teilweise den Zentralbanken zuzuschreiben waren, wuchs das Vertrauen in die Fähigkeiten der Notenbanken

Weltfinanzkrise mit tiefgreifenden Folgen für Weltkonjunktur und Finanzmärkte

Nach der Krise entstanden machtvolle Behörden, die sich durch ihre Unabhängigkeit der Kontrolle entzogen

Inflationsentwicklung scheint sich allen Einflussmöglichkeiten der Zentralbanken zu entziehen – trotz „Viel-hilft-viel-Politik“

die Effizienz der gewählten Instrumente statt, sondern man verfährt nach dem Leitspruch „Viel hilft viel“. Wenn die Inflation also nicht wie gewünscht auf die eingesetzten Maßnahmen reagiert, wird einfach mehr von derselben Medizin verabreicht. In allen anderen Feldern der Forschung würde man dies kritisieren. Nicht jedoch bei den Notenbanken.

Politische Einflussnahme

Diese extremen Maßnahmen der Geldpolitik in Kombination mit den aufsichtsrechtlichen Pflichten und dem breiten Aufgabenportfolio machen Notenbanken aber zunehmend attraktiv für die Politik. Der Wunsch der Politik, das Wachstum durch niedrige Zinsen zu stimulieren und/oder die Staatsverschuldung durch ein Anleihekaufprogramm der Notenbanken zu erleichtern, war wohl schon immer latent vorhanden. In der Vergangenheit hätte man dafür aber den Preis steigender Inflation oder Finanzmarktinstabilität bezahlen müssen. Dies scheint nun durch die beschriebenen Globalisierungseffekte und neuen Zentralbankinstrumente nicht mehr der Fall zu sein. Die aus politischer Sicht attraktiven Möglichkeiten der Notenbanken erwecken den Eindruck, keine negativen Konsequenzen für die Volkswirtschaften zu haben. Entsprechend überrascht es nicht, dass die Versuche der politischen Einflussnahme zunehmen. Oder wie im Falle der EZB, dass Zentralbanken politische Ziele verfolgen, und nicht mehr rein geldpolitische Ziele. Offensichtlich sind die politischen Möglichkeiten der Zentralbanken einfach zu verlockend geworden.

Das Zentralbankensystem der Industrieländer fußt auf dem Vertrauen der Bürger. Politische Einflussnahme, politisch motivierte Handlungen oder nicht nachvollziehbare Aktionen der Zentralbanken untergraben mittelfristig das Vertrauen der Menschen und damit auch die Effizienz der Zentralbanken. Am Ende könnte der Bedeutungsverlust der Zentralbanken stehen. Politik und Zentralbanken sind sich dessen sicherlich bewusst. Ob man aus subjektiv übergeordneten Zielen das Risiko trotzdem eingeht, bleibt zwar abzuwarten, es scheint aber immer häufiger der Fall zu sein. Die Zentralbanken stehen wie Herkules am Scheideweg.

Konjunktur hat Zyklen

In den letzten Jahren wurde die Kommunikation der Notenbanken spürbar weiterentwickelt. Insbesondere die langfristige Festlegung auf eine bestimmte Notenbankpolitik (Forward Guidance) ist hier zu erwähnen. Mit der damit einhergehenden Erwartungsbildung, durch die man unnötige Volatilität an den Kapitalmärkten eigentlich vermeiden möchte, schränkten sich die Notenbanken jedoch selbst ein. Die Notenbanken sollten sich aus meiner Sicht wieder von der Forward Guidance lösen und dafür ihre Sicht der Wirtschaftsstruktur und deren Veränderungen in den Mittelpunkt der Kommunikation stellen, um damit den gesamten Prozess deutlich zu entpolitisieren. Zudem sollte man wieder akzeptieren, dass das Wirtschaftswachstum Zyklen folgt und man diese zwar dämpfen, aber nicht verhindern kann.

Mit diesen Modifikationen und der sachgerechten Zuordnung von Aufgaben lässt sich das Zentralbankensystem wieder stabilisieren. Führt man jedoch den eingeschlagenen Weg fort, wird es sicherlich zu deutlichen Verwerfungen an den Kapitalmärkten kommen, sobald der Vertrauensverlust offenkundig wird. Am Ende werden die Zentralbanken und die Politik auf diesen Vertrauensverlust wohl reagieren. Es wäre aber gut, den mit einer Krise des Zentralbankensystems einhergehenden Wohlfahrtsverlust zu vermeiden.

Machtfülle macht Notenbanken zunehmend attraktiv für die Politik

Vertrauen der Menschen und damit auch die Effizienz der Zentralbanken werden untergraben

Wirtschaftsstruktur und deren Veränderungen in den Mittelpunkt der Kommunikation stellen

Wohlfahrtsverlust droht

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 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 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.