

# Economic Insight

1. März 2016

## EZB-Geldpolitik stößt an rechtliche Grenzen

**Die EZB will ihre Geldpolitik wohl lockern, stößt aber insbesondere bei großen Schritten an rechtliche Grenzen. So erscheinen uns die für eine markante Ausweitung der Anleihenkäufe notwendigen Änderungen beim QE-Design rechtlich bedenklich. Und auch die Einführung von Helikoptergeld ist in der Währungsunion rechtlich ein größeres Problem als in anderen Ländern.**

### Keine neue Bazooka ohne Eingriffe beim QE-Design

Mitte Februar betonte EZB-Präsident Draghi vor dem Europäischen Parlament erneut, dass die Notenbank noch immer über „eine große Auswahl an Instrumenten“ verfügt.

Sicher, im März dürfte die EZB noch einmal nachlegen. Dies hatten wir bereits im Dezember prognostiziert, und mittlerweile ist es auch Konsensmeinung. Aber hätte die EZB im Falle eines Falles auch noch genug Munition für einen großen Schritt („whatever it takes“), wie Draghi und andere Ratsmitglieder stets suggerieren? Offenbar haben nicht nur wir Zweifel. Denn das Europäische Parlament hatte im Vorfeld von Draghis Auftritt eine ganze Reihe von Forschungsinstituten gebeten, mögliche Grenzen von QE zu analysieren<sup>1</sup>. Die Ergebnisse unterschieden sich im Detail, aber im Großen und Ganzen waren sich die Forscher einig, dass eine markante QE-Ausweitung im bisherigen Design nicht möglich ist.

Befürworter weiterer Maßnahmen schlugen deshalb vor, das QE-Design an entscheidenden Stellen (Ankaufsobergrenze je Emission, Aufteilung der Käufe nach Kapitalschlüssel) aufzuweichen. Rechtliche Probleme erkannten die Forscher kaum. Wir sind dagegen der Meinung, dass die EZB an rechtliche Grenzen stoßen könnte, wie wir im Folgenden zeigen wollen.

### Ohne strikte Grenze Mandatsüberschreitung

Die EZB hat eine Ankaufsobergrenze je Emission/Emittent damit begründet, dass sie die Funktionsfähigkeit der Märkte sowie die Preisbildung sicherstellen möchte.<sup>2</sup> Zudem will sie das Risiko mindern, dass die EZB ein Hauptgläubiger der Staaten im Euroraum wird, um so den Bedenken bezüglich einer monetären Staatsfinanzierung entgegenzuwirken. Explizit will sie vermeiden, dass sie im Falle einer Umschuldung unter Anwendung von Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses – CACs) eine Sperrminorität innehat. Denn dann wäre die Notenbank in einer Situation, in der sie wegen des Verbots der monetären Staatsfinanzierung eine Umschuldung ablehnen muss, so dass diese nicht zustande kommt. Die EZB will ausschließen, dass sie in diese Lage gerät.

Offensichtlich möchte die EZB also mit der Ankaufsobergrenze rechtlichen Vorwürfen entgegentreten, sie überschreite mit QE ihr geldpolitisches Mandat. Denn die oben genannten Kriterien sind praktisch die, die das Bundesverfassungsgericht in seinem Urteil zum OMT-Anleihenkaufprogramm im Januar 2014 genannt hatte, damit Anleihenkäufe als vereinbar mit dem geldpolitischen Mandat angesehen werden können: Das Gericht hatte erklärt, dazu müsse ein Schuldenschnitt ausgeschlossen sein, Staatsanleihen einzelner Mitgliedstaaten dürften nicht in unbegrenzter Höhe angekauft werden und Eingriffe in die Preisbildung am Markt müssten soweit wie möglich vermieden werden<sup>3</sup>.

Folglich dürfte die EZB bei der Anpassung der Ankaufsobergrenze Vorsicht walten lassen und insbesondere wiederholte Anpassungen vermeiden, um sich nicht dem Verdacht auszusetzen, dass die gezogenen Grenzen wertlos sind. Für eine solche Sichtweise spricht

<sup>1</sup> CEPS: „QE infinity: What risks for the ECB?“, Kiel Institute for the World Economy: „Limits in terms of eligible collateral and policy risks of an extension of the ECB’s quantitative easing programme“; London School of Economics: „Policy options and risks of an extension of the ECB’s quantitative easing programme: An analysis“; Bruegel: „European Central Bank quantitative easing: Limits and risks“, OFCE: „Rooms for extension of the ECB’s quantitative easing programme“.

<sup>2</sup> Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main am Mittwoch und Donnerstag, 21.-22. Januar 2015.

<sup>3</sup> Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, Randnotiz 100.

**Bitte beachten Sie die rechtlichen Hinweise auf den Seiten 4 und 5.**

[research.commerzbank.com](http://research.commerzbank.com) / [Bloomberg: CBKR](#) / [Research APP verfügbar](#)

Autor:

**Dr. Michael Schubert**  
+49 69 136 23700  
[michael.schubert@commerzbank.com](mailto:michael.schubert@commerzbank.com)

Chefvolkswirt:

**Dr. Jörg Krämer**  
+49 69 136 23650  
[joerg.kraemer@commerzbank.com](mailto:joerg.kraemer@commerzbank.com)

auch die Diskussion auf der mündlichen Verhandlung zum OMT-Anleihenkaufprogramm vor dem Bundesverfassungsgericht vor wenigen Wochen. Dort hatte der vorsitzende Richter erkennen lassen, dass das Gericht das Kaufprogramm wohl merklich leichter als vereinbar mit dem Verfassungsrecht ansehen könnte, falls das Regelwerk des Programms beibehalten wird und nicht nachträglich von der EZB „flexibel“ angepasst wird.<sup>4</sup>

Im Einklang mit unseren Überlegungen zitierte eine Nachrichtenagentur vor kurzem namentlich nicht genannte EZB-Ratsmitglieder, denen zufolge eine Abschaffung der Ankaufsobergrenze rechtlich anfechtbar sei.<sup>5</sup> Eine ähnliche Auffassung vertrat EZB-Ratsmitglied Weidmann explizit letzte Woche auf einer Pressekonferenz zum Jahresabschluss der Bundesbank. Er deutete an, dass eine Ankaufsgrenze oberhalb 33% rechtliche Probleme bereiten würde. Möglicherweise denkt die EZB jedoch darüber nach, die Ankaufsobergrenze zumindest für solche Anleihen anzuheben, bei denen das Ausfallrisiko sehr gering ist (AAA Rating), es also sehr unwahrscheinlich ist, dass es zu einer Umschuldung kommt.

## Abkehr vom Kapitalschlüssel problematisch

Ähnliche Überlegungen wie bei der Ankaufsobergrenze gelten wohl auch in Bezug auf die Regel, dass die Wertpapierkäufe nach dem Anteil der nationalen Zentralbanken des Eurosystems am Kapitalschlüssel der EZB erfolgen. Die Aufteilung nach Kapitalschlüssel – also nach Anteilen an der Bevölkerung und nach Wirtschaftskraft – ermöglicht es, die Anleihenkäufe möglichst gerecht und gleichmäßig zu verteilen.

Es gab aber durchaus Vorschläge, die Orientierung am Kapitalschlüssel zu beenden und stattdessen die Käufe nach Marktanteilen zu gewichten, da damit ein insgesamt höheres Kaufvolumen möglich sei. Aber die Gewichtung nach Marktanteilen bedeutet nichts anderes, als dass die EZB umso mehr Staatsanleihen von einem Land erwirbt, je mehr Staatsanleihen dieses emittiert hat, je höher also dieses Land verschuldet ist. Damit würde sich die EZB allerdings dem Verdacht aussetzen, das Verbot der monetären Staatsfinanzierung zu umgehen. Dem Vernehmen nach liegt deswegen die Hürde im EZB-Rat für eine Abkehr vom Kapitalschlüssel wohl „sehr hoch“.<sup>6</sup>

## Kauf von Bankanleihen birgt Konflikte

Um das Volumen des Anleihenkaufprogramms weiter aufstocken zu können, wurde ferner vorgeschlagen, die Käufe auf andere Assetklassen auszuweiten. Genannt wurden beispielsweise (unbesicherte) Bankanleihen. Bei diesen haben EZB-Vertreter aber selber auf ein rechtliches Problem hingewiesen. EZB-Chefvolkswirt Praet erklärte, beim Erwerb von Bankanleihen gebe es einen Interessenkonflikt, da die EZB auch Aufseher ist.<sup>7</sup> In einem ähnlich gelagerten Fall hatte der Generalanwalt des EuGH bei der Beurteilung des OMT-Programms gefordert, die EZB müsse sich aus der regelmäßigen Überwachung eines Finanzhilfeprogramms zurückziehen, da OMT-Käufe an solch ein Hilfsprogramm gekoppelt sind.<sup>8</sup>

## Auch keine Lösung: Helikoptergeld ...

Da die EZB also vermutlich die rechtlichen Grenzen des QE-Programms erkennt, wäre es naheliegend, wenn sie über alternative Maßnahmen nachdenkt. Ein Vorschlag, der gerade in letzter Zeit wiederholt zu hören war, ist das sogenannte Helikoptergeld<sup>9</sup>. Drunter versteht man einen Geldtransfer an alle Bürger, den die Zentralbank bezahlt. Aber auch bei dieser Maßnahme ist die rechtliche Hürde sehr hoch, wie EZB-Vizepräsident Constancio erst vor einigen Wochen erläuterte: „Die ursprüngliche Idee von Helikoptergeld bezog sich auf die direkte Finanzierung öffentlicher Ausgaben. Das ist für uns keine Option. Das ist nichts, was wir erwägen. Wie Präsident Draghi zu dem Thema gesagt hat, verbietet der EU-Vertrag die direkte Finanzierung von Regierungen des Euroraums.“<sup>10</sup>

<sup>4</sup> „Endspiel der Gerichte“, Die Welt, 17.2.2016.

<sup>5</sup> „ECB rate cut likely but no appetite for now for radical easing“, Reuters, 12.2.2016.

<sup>6</sup> „ECB rate cut likely but no appetite for now for radical easing“, Reuters, 12.2.2016.

<sup>7</sup> Interview der Börsen-Zeitung mit Peter Praet, Mitglied des Direktoriums der EZB, veröffentlicht am 31. Dezember 2014.

<sup>8</sup> Gerichtshof der Europäischen Union, Pressemitteilung Nr. 2/15.

<sup>9</sup> Als Vater dieser Idee gilt der Geldtheoretiker Milton Friedman. Er hatte in einem seiner Werke ein hypothetisches Beispiel gebracht, in dem ein Hubschrauber Geld abwirft, was dann zu Preissteigerungen führt.

<sup>10</sup> Interview der Börsen-Zeitung mit Vítor Constâncio, Vizepräsident der EZB, veröffentlicht am 31. Dezember 2015.

## ... und Devisenmarktinterventionen

Eine weitere (theoretische) Möglichkeit ist es, durch Euro-Verkäufe am Devisenmarkt die Währung abzuwerten und so die Inflation anzufachen. Aber auch hier bestehen rechtliche Grenzen: Die G7-Zentralbanken hatten in ihrem Londoner Akkord vom Februar 2013 eine Verbot der offenen Wechselkursmanipulation verabredet. Ausnahmen bestehen nur bei „disorderly markets“ und „excessive volatility“.

## Nicht überall drückt der Schuh

Nicht bei allen Maßnahmen sind rechtliche Grenzen zu erkennen. Allerdings bestehen hier wohl aus anderen Gründen Grenzen bzw. es gibt Probleme bei der Effektivität der Maßnahmen:

- Kaum rechtliche Probleme sieht die EZB offenbar beim Erwerb von Unternehmensanleihen. Bisher verzichtete sie nach eigenen Angaben auf Käufe, weil sie die Größe des Marktes für Unternehmensanleihen als recht gering einschätzt. Ratsmitglieder waren Anfang 2015 der Auffassung, diese Anlageklasse sollte bei Bedarf nicht von künftigen Überlegungen ausgeschlossen werden.<sup>11</sup>
- Zumindest aus rechtlicher Sicht erscheint es wohl auch möglich, die Einschränkung aufzuheben, nur solche Anleihen zu kaufen, deren Renditen oberhalb des Einlagezinses liegen. Für diese Regel hatte sich die EZB entschieden, um zu vermeiden, dass der Notenbank aus einem Anleihenkauf Verluste entstehen, wie EZB-Ratsmitglied Weidmann vor kurzem auf der Pressekonferenz zum Jahresabschluss 2015 erläuterte. Hier stellt sich also eher die Frage, ob es sinnvoll ist, auf diese Regel zu verzichten. Es würde sicherlich den Anreiz bei den Geschäftsbanken erhöhen, Anleihen an die Notenbank zu verkaufen, aber die zusätzliche Liquidität würde wohl sofort bei der Notenbank geparkt werden, ohne einen Effekt zu erzielen.
- Ebenso scheint eine erneute Senkung des Einlagezinses aus rechtlicher Sicht nicht problematisch. Hier besteht eine Grenze eher darin, dass die Wirtschaftssubjekte bei immer negativeren Zinsen die Bargeldhaltung vorziehen und so den möglichen positiven Effekt einer Zinssenkung aushebeln.

## Maßvolle Schritte wahrscheinlicher als neue Bazooka

Was die EZB im März – und auch darüber hinaus – entscheiden wird, hängt wie üblich in erster Linie von den Aussichten für die Wirtschaft und die Preise ab. Aber es bestehen wohl rechtliche Grenzen für die laut Draghi „große Auswahl an Instrumenten“. Folglich sind eher maßvolle Schritte der EZB wahrscheinlicher als eine neue Bazooka.

<sup>11</sup> Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main am Mittwoch und Donnerstag, 21.-22. Januar 2015.

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung sind der Bereich Corporates & Markets der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank verantwortlich. Corporates & Markets ist der Investmentbereich der Commerzbank, in dem die Research-, Anleihe-, Aktien-, Zinsprodukt- und Devisenaktivitäten zusammengefasst sind.

**Die Verfasser dieses Dokuments bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) sind nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert und unterliegen nicht der FINRA Rule 2241.**

#### Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder irgendeiner anderen Handlung beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Anleger sollten sich unabhängig und professionell beraten lassen und ihre eigenen Schlüsse im Hinblick auf die Eignung der Transaktion einschließlich ihrer wirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit und Risiken sowie ihrer Auswirkungen auf rechtliche und regulatorische Aspekte sowie Bonität, Rechnungslegung und steuerliche Aspekte ziehen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der Commerzbank als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die Commerzbank übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Die Commerzbank hat keine unabhängige Überprüfung oder Due Diligence öffentlich verfügbarer Informationen im Hinblick auf einen unveränderten Referenzwert oder -index durchgeführt. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der Commerzbank wider. Die Commerzbank ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Diese Ausarbeitung kann Handelsideen enthalten, im Rahmen derer die Commerzbank mit Kunden oder anderen Geschäftspartnern in solchen Finanzinstrumenten handeln darf. Die hier genannten Kurse (mit Ausnahme der als historisch gekennzeichneten) sind nur Indikationen und stellen keine festen Notierungen in Bezug auf Volumen oder Kurs dar. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den zukünftigen Kurs, Wert oder Ertrag eines in diesem Dokument genannten Finanzinstruments oder dessen Emittenten kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass Prognosen und Kursziele für die in diesem Dokument genannten Unternehmen bzw. Wertpapiere aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von der Commerzbank oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen.

Die Commerzbank und/oder ihre verbundenen Unternehmen dürfen als Market Maker in den(m) Instrument(en) oder den entsprechenden Derivaten handeln, die in unseren Research-Studien genannt sind. Mitarbeiter der Commerzbank oder ihrer verbundenen Unternehmen dürfen unseren Kunden und Geschäftseinheiten gegenüber mündlich oder schriftlich Kommentare abgeben, die von den in dieser Studie geäußerten Meinungen abweichen. Die Commerzbank darf Investmentbanking-Dienstleistungen für in dieser Studie genannte Emittenten ausführen oder anbieten.

Weder die Commerzbank noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.

Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, die in diesem Dokument erwähnt werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch die Commerzbank. Die Commerzbank übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugängliche Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen.

Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Commerzbank auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten. Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.

#### Zusätzliche Informationen für Kunden in folgenden Ländern:

**Deutschland:** Die Commerzbank AG ist im Handelsregister beim Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 32000 eingetragen. Die Commerzbank AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main und der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland.

**Großbritannien:** Dieses Dokument wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und von der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt nur in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Einzelheiten über den Umfang der Genehmigung und der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority erhalten Sie auf Anfrage. Diese Ausarbeitung richtet sich ausschließlich an „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“. Sie richtet sich nicht an „Retail Clients“. Ausschließlich „Eligible Counterparties“ und „Professional Clients“ sind gestattet, die Informationen in dieser Ausarbeitung zu lesen oder sich auf diese zu beziehen. Commerzbank AG, Filiale London bietet nicht Handel, Beratung oder andere Anlagendienstleistungen für „Retail Clients“ an.

**USA:** Die Commerz Markets LLC („Commerz Markets“), hat die Verantwortung für die Verteilung dieses Dokuments in den USA unter Einhaltung der gültigen Bestimmungen übernommen. Wertpapiertransaktionen durch US-Bürger müssen über die Commerz Markets, Swaptransaktionen über die Commerzbank AG abgewickelt werden. Nach geltendem US-amerikanischen Recht können Informationen, die Commerz Markets-Kunden betreffen, an andere Unternehmen innerhalb des Commerzbank-Konzerns weitergegeben werden. Sofern dieses Dokument zur Verteilung in den USA freigegeben wurde, ist es ausschließlich nur an „US Institutional Investors“ und „Major Institutional Investors“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 unter dem Securities Exchange Act von 1934 beschrieben. Commerz Markets ist Mitglied der FINRA und SIPC. Die Commerzbank AG ist bei der CFTC vorläufig als Swaphändler registriert.

**Kanada:** Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Prospekt, Anzeige, öffentliche Emission oder Angebot bzw. Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der beschriebenen Wertpapiere in Kanada oder einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium beabsichtigt. Angebote oder Verkäufe der beschriebenen Wertpapiere erfolgen in Kanada ausschließlich im Rahmen einer Ausnahme von der Prospektpflicht und nur über einen nach den geltenden Wertpapiergesetzen ordnungsgemäß registrierten Händler oder alternativ im Rahmen einer Ausnahme von der Registrierungspflicht für Händler in der kanadischen Provinz bzw. dem kanadischen Territorium, in dem das Angebot abgegeben bzw. der Verkauf durchgeführt wird. Die Inhalte dieses Dokuments sind keinesfalls als Anlageberatung in einer kanadischen Provinz bzw. einem kanadischen Territorium zu betrachten und nicht auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten. In Kanada sind die Inhalte dieses Dokuments ausschließlich für Permitted Clients (gemäß National Instrument 31-103) bestimmt, mit denen Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Soweit die Inhalte dieses Dokuments sich auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, dürfen Geschäfte in solchen Wertpapieren nicht durch Commerz Markets LLC getätigt werden. Keine Wertpapieraufsicht oder ähnliche Aufsichtsbehörde in Kanada hat dieses Material, die Inhalte dieses Dokuments oder die beschriebenen Wertpapiere geprüft oder genehmigt; gegenteilige Behauptungen zu erheben, ist strafbar.

**Europäischer Wirtschaftsraum:** Soweit das vorliegende Dokument durch eine außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes ansässige Rechtsperson erstellt wurde, erfolgte eine Neuausgabe für die Verbreitung im Europäischen Wirtschaftsraum durch die Commerzbank AG, Filiale London.

**Singapur:** Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 des SFA entgegengenommen werden.

**Hongkong:** Dieses Dokument wird in Hongkong von der Commerzbank AG, Filiale Hongkong, zur Verfügung gestellt und darf dort nur von „professionellen Anlegern“ im Sinne von Schedule 1 der Securities and Futures Ordinance (Cap.571) von Hongkong und etwaigen hierin getroffenen Regelungen entgegengenommen werden.

**Japan:** Dieses Dokument und seine Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) dar und sind nicht als solche auszulegen. Dieses Dokument darf in Japan ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Section 2(31) des FIEA und Section 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Section 2 of the FIEA durch die Commerzbank AG, Tokyo Branch, verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war jedoch nicht an

der Erstellung dieses Dokuments beteiligt. Nicht alle Finanz- oder anderen Instrumente, auf die in diesem Dokument Bezug genommen wird, sind in Japan verfügbar. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an die Abteilung Corporates & Markets der Commerzbank AG oder an die Commerzbank AG, Tokyo Branch. [Commerzbank AG, Tokyo Branch] Eingetragenes Finanzinstitut: Director of Kanto Local Finance Bureau (Tokin) Nr. 641 / Mitgliedsverband: Japanese Bankers Association.

**Australien:** Die Commerzbank AG hat keine australische Lizenz für Finanzdienstleistungen. Dieses Dokument wird in Australien an Großkunden unter einer Ausnahmeregelung zur australischen Finanzdienstleistungslizenz von der Commerzbank gemäß Class Order 04/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

© Commerzbank 2016. Alle Rechte vorbehalten. Version 9.24

#### Commerzbank Corporates & Markets

Frankfurt	London	New York	Singapore	Hong Kong
Commerzbank AG	Commerzbank AG, London Branch	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus Mainzer Landstraße 153 60327 Frankfurt Tel: + 49 69 136 21200	PO BOX 52715 30 Gresham Street London, EC2P 2XY Tel: + 44 207 623 8000	225 Liberty Street, 32nd floor New York, NY 10281 - 1050 Tel: + 1 212 703 4000	71, Robinson Road, #12-01 Singapore 068895 Tel: +65 631 10000	15th Floor, Lee Garden One 33 Hysan Avenue, Causeway Bay Hong Kong Tel: +852 3988 0988