

Credit Insight: Automobilhersteller

2. November 2023/PFD

Herausforderungen & Trends – Elektrifizierung als „Game Changer“?

Wachstum und Aufkommen neuer Konkurrenten

Eine breite politische Basis in den entwickelten Ländern zielt darauf ab, Co2-Emissionen durch strenge regulatorische Massnahmen und mittels einer gezielten Lenkung hin zu elektrifizierten Fahrzeugen (EV) zu reduzieren. Der effektivste Weg zur Erfüllung der regulatorischen Vorgaben ist, den Verkaufsanteil an EV-Modellen zu erhöhen, da diese von den Regulatoren (fälschlicherweise?) als Co2-neutral eingestuft werden.

Die Verbreitung von EVs korreliert dadurch eng mit der Intensität der staatlichen Anreize, wie in China und Norwegen aber in den letzten zwei Jahren auch im übrigen Europa und den USA zu beobachten ist (Subventionen beim Kauf eines Elektroautos betragen aktuell rund 5-10% des Verkaufspreises). Ein weiterer Schlüsselfaktor sind regulatorische Zwänge wie Co2-Vorgaben, Einführung von Quoten oder künftige Verbote des Verkaufs von Verbrennern (EU 2035). Ein genauer Blick auf die staatlichen Lenkungsmassnahmen zeigt, dass die Bedingungen von Land zu Land stark variieren, und dass es eine wachsende Kluft zwischen wohlhabenden westlichen und nördlichen Ländern und ärmeren Ländern im Süden und Osten Europas gibt.

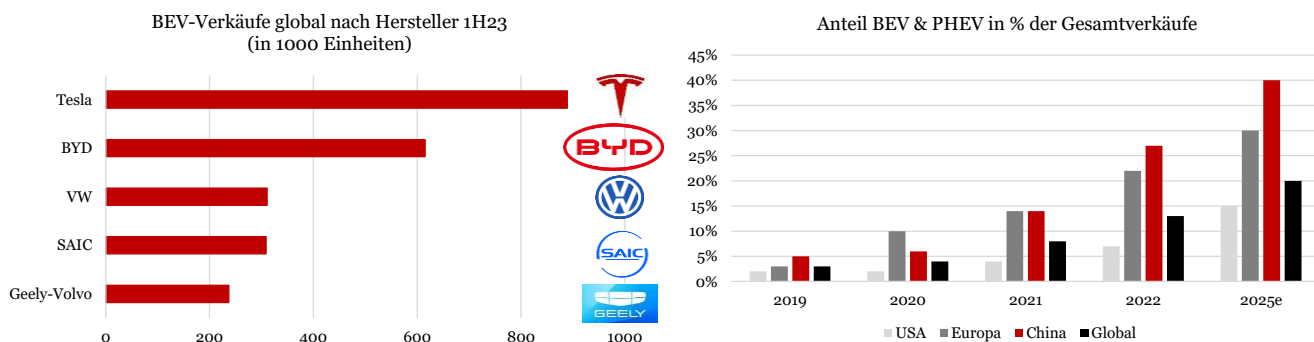
Etablierte Automobilhersteller haben diesen forcierten Trend lange unterschätzt und zögerten aus Angst vor Kannibalisierung ihrer traditionellen Modelle und einhergehender Margenverwässerung. Mittlerweile haben die Hersteller massive Investitionsprogramme losgetreten bzw. angekündigt, um die Transformation der Branche nicht zu verpassen und sich gegenüber neuen Konkurrenten behaupten zu können.

Der Erfolg der vor 10 Jahren praktisch unbekannten Tesla und das Aufkommen von chinesischen Herstellern als ernsthafte Konkurrenten spiegelt einen beispiellosen Umbruch in der Automobilindustrie wider. Die Elektrifizierung mittels Lithium-Ionen-Batterien ist zur Schlüsseltechnologie erhoben worden. Im Jahr 2022 war etwa jeder zehnte weltweit verkaufte Neuwagen ein batteriebetriebenes Elektrofahrzeug (BEV). Wenn man Plug-in-Hybride (PHEVs) hinzuzählt, die eine kleinere Batterie mit einem Verbrennungsmotor kombinieren, wurden insgesamt rund 13% der Gesamtverkäufe oder etwa 10.5 Mio. Fahrzeuge elektrifiziert. Davon wurden rund 6 Mio. in China verkauft. Verkäufe von BEVs verzeichnen auch in Europa ein markantes Wachstum (+28% yoy), was 2022 12% aller Neuzulassungen von Fahrzeugen entsprach (1H23 +45% yoy; Marktanteil 15%).

Tesla ist der weltweit grösste Hersteller von Elektrofahrzeugen und verkaufte 2022 rund 1.3 Millionen Autos (Marktanteil ~20%). Chinas BYD, #2 mit einem Marktanteil von rund 15% bei reinen BEV-Autos holt kräftig auf, und von den etablierten Herstellern belegt die VW-Gruppe Rang #3 mit 570'000 EV-Verkäufen (Marktanteil ~10%; 7% des Gesamtvolumens von VW). Preisunterschiede vergleichbarer Modelle zwischen BYD und Tesla betragen rund 15% und zu VW ID3 gegen 30%.

Gemäss Schätzung der Internationalen Energieagentur (IEA) wird bei der Elektromobilität eine steile Wachstumskurve erwartet, von derzeit rund 30 Mio. Fahrzeugen auf rund 230 Mio. Einheiten bis 2030 (CAGR 35%). Der Absatz soll 2030 rund 45 Mio. Fahrzeuge erreichen, was mehr als einem Drittel aller dann erwarteten Neuwagenverkäufe entspricht. Dieses notwendige Angebot an Elektromobilen überhaupt bereitstellen zu können, stellt traditionelle Hersteller vor technische Hürden und immense Investitionskosten.

Elektrifizierung verändert auch die Beziehung der Branche zu ihren Kunden, insbesondere zu Flottenkunden (Autovermietungs- und Unternehmensleasingunternehmen sowie Regierungsstellen), die in Europa mehr als 50% aller Fahrzeugzulassungen ausmachen. Meist verfügen diese über eine ambitionierte ESG-Agenda und haben sich dazu verpflichtet, ihren CO2-Fussabdruck zu reduzieren. Automobilhersteller, die sich nicht an die Bedürfnisse von Flottenkunden anpassen, riskieren in naher Zukunft Marktanteile zu verlieren.

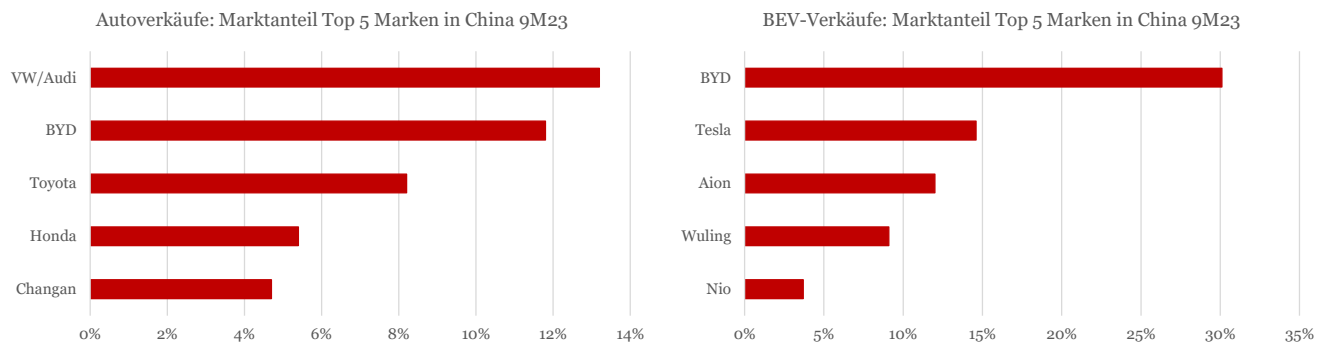


Quellen: IEA; I-CV; Unternehmenswebseiten

Schlüsselrolle von China

Eine Schlüsselrolle spielt China, welche das Potential von EVs bereits früh erkannt hat und seitdem immense Ressourcen in den Aufbau eines wettbewerbsfähigen Ökosystems investiert hat. Das Ergebnis ist, dass China heute die globale Landschaft für Elektrofahrzeuge anführt und im Jahr 2022 mehr als doppelt so viele BEVs verkauft hat, wie Europa und die USA zusammen, während es auch in nahezu allen Aspekten der Wertschöpfungskette von BEVs einen Wettbewerbsvorteil hat.

Chinas rasche Fortschritte bei Elektrofahrzeugen verändern seinen heimischen Markt, auf dem ausländische Automobilhersteller traditionell eine dominante Position innehaben. Zum ersten Mal in der Geschichte erreichten chinesische Automobilhersteller 2022 eine Gleichstellung mit ausländischen Marken und übertrafen sie im vierten Quartal, wodurch sie einen Marktanteil von 51% erlangten (2020: <40%). Ihr Anteil allein bei Elektrofahrzeugen liegt aktuell bei rund 80%.



Quellen: CarNewsChina.com; I-CV; Unternehmenswebseiten

Auffällig ist, dass die traditionellen europäischen und japanischen Hersteller zwar noch grosse Volumen im Gesamtmarkt verkaufen (Marktanteil VW/Audi ~13%), jedoch im Bereich BEV nur eine marginale Rolle spielen (VW 3%). Die Hauptgründe für die wachsende Beliebtheit lokaler Fahrzeuge auf dem chinesischen Markt sind:

- Ein deutlicher Kostenvorteil bei der Herstellung von Elektrofahrzeugen aufgrund der grösseren Volumina des chinesischen Automarktes, tieferen Lohnkosten und Auflagen sowie und einer wettbewerbsfähigen Lieferantenbasis (Raffinierung von wichtigen Metallen; Herstellung von Batteriezellen und -modulen, wo China einen globalen Marktanteil von über 60% innehat usw.). Grosszügige staatliche Förderung und frühere Kaufzuschussprogramme beschränken sich auf in China hergestellte Fahrzeuge
- Ein breiteres Angebot an verfügbaren Elektrofahrzeugen (insbesondere Stadtfahrzeuge und Kompaktwagen) im Vergleich zu internationalen Wettbewerbern, die sich bisher hauptsächlich auf grosse und teure Limousinen und SUVs konzentriert haben
- Positive Produktbewertungen und hohe Kundenakzeptanz, was zu einer guten Markenbekanntheit führt, im Gegensatz zu den negativeren Wahrnehmungen, die in der Vergangenheit mit chinesischen Verbrennungsmotorfahrzeugen verbunden waren

Aktuell sind mehr als 40 Elektrofahrzeug-Marken in einen harten Preiskampf auf dem chinesischen Markt verstrickt, ausgelöst durch Preisnachlässe von Tesla zu Beginn dieses Jahres. Trotz drastischer Preissenkungen verlangsamen sich die Verkäufe von Elektrofahrzeugen aufgrund der schwachen Verbraucher-Nachfrage, was Automobilhersteller und ihre Zulieferer unter Druck setzt. Angesichts des gesättigten Inlandmarktes nutzt China ihre Standortvorteile zunehmend auch für Exporte: Bereits 2022 waren drei der meistverkauften BEVs in Europa chinesische Importe (total 6.2% der EV-Verkäufe in Europa). Zudem hat China im gleichen Jahr Deutschland als zweitgrösster Automobilexporteur hinter sich gelassen.

In der Folge hat die Europäische Kommission jüngst eine Untersuchung der mutmasslichen Subventionen angekündigt, die die chinesische Regierung Tesla, BYD und anderen einheimischen Automobilherstellern gewährt hat, um EV zu produzieren und zu exportieren. Die Untersuchung, an der auch BMW und andere westliche Automobilhersteller beteiligt sind, die in China hergestellte Elektrofahrzeuge in die EU exportieren, wird voraussichtlich bis Mitte 2024 dauern und könnte dazu führen, dass Brüssel zusätzliche Einfuhrzölle erhebt. Dies könnte gerade für deutsche Exporteure heikel werden, da sie ihrerseits rund ein Drittel der im Westen produzierten Fahrzeuge nach China exportieren und Gegenmassnahmen dort einen signifikanten Einfluss haben könnten. Der US-Markt dagegen wird für chinesische Fahrzeuge aufgrund des US Inflation Reduction Act (IRA) viel schwieriger zu erobern sein. Der IRA wird die Automobilproduktion in Nordamerika durch zwei Hauptbestimmungen erheblich fördern:

- Steuergutschriften für die heimische Herstellung einer breiten Palette von sauberen Energiekomponenten und wichtigen Mineralien ("New Advanced Manufacturing Production Tax Credits"), einschliesslich elektrischer Batteriezellen und -module, die in Elektrofahrzeugen verwendet werden
- Steuergutschriften in Höhe von bis zu 7'500 USD für den Kauf eines in Nordamerika montierten Elektrofahrzeugs, das bestimmten Inlandsanforderungen für Mineralien und Komponenten entspricht und ab 2024 ausschliesslich auf China abzielt

Während die erstgenannte Bestimmung sich nur schrittweise entfalten wird, wenn inländische und ausländische Unternehmen in lokale Fertigungskapazitäten investieren, schafft die letztere einen starken und sofortigen Vorteil für lokal montierte Fahrzeuge und eine explizite Hürde für chinesische Lieferanten und Automobilhersteller. Die Bestimmungen des IRA kommen zusätzlich zu einer erheblichen Importzolllücke: chinesische Fahrzeuge sehen sich in Europa einer Importzollrate von 10% gegenüber, während in den USA eine Rate von 27.5% gilt, die aus der Zeit der ersten Trump-Regierung (2017-21) stammt.

Anpassung der Geschäftsmodelle und Veränderung der Lieferketten

Die grösste Herausforderung für die traditionellen Autobauer liegt darin, ein erfolgreiches und cash-generatives Geschäft mit Verbrennungsmotoren zurückzufahren und gleichzeitig Erfolge in der alternativen Fahrzeugtechnologie, einschliesslich Software und Konnektivität, zu erzielen. Dies in einem Umfeld, in welchem mittelfristig wenig Marktwachstum erzielt werden kann.

Der Druck auf die Cashflows ist deshalb hoch, insbesondere durch die laufenden Restrukturierungen und die Notwendigkeit, sich an geringere Volumen anpassen zu müssen. Zusätzlich belasten die notwendigen hohen Investitionen in die Elektrifizierung und in fortschrittliche Fahrerassistenzsysteme als Zwischenschritt zum autonomen Fahren sowie in Verbesserungen der Fahrzeugkonnektivität und der Software. Diese Trends sind für die gesamte Branche kreditnegativ, da sie hohe Mittelabflüsse und möglicherweise Kostenverdoppelungen für Technologien mit sich bringen, deren Marktakzeptanz und zukünftiger Umsatzbeitrag unsicher sind. Eine Möglichkeit, die Gefahr von gestrandeten Investitionen und aufgeblähten Investitionskosten zu reduzieren, liegt in effektiven Partnerschaften und entsprechender Risikoteilung. Konsolidierung und Partnerschaften sind für die Branche notwendig, um das Kapital auf die profitabelsten Programme und Betriebe umzuverteilen.

Das bisherige Geschäftsmodell etablierter Automobilbauer basiert auf mechanischer Ingenieurskunst. Die traditionellen Marken haben sich auf die Komplexität und die Kosten von Verbrennungsmotoren verlassen, um Konkurrenten auf Abstand zu halten (hohe Markteintrittsbarrieren). Die Branche arbeitet i.d.R. mit sieben- bis achtjährigen Modellzyklen, wobei Forschung und Entwicklung vor Produktionsbeginn eingefroren werden. Dieses gemächliche Tempo steht in starkem Kontrast zur relativen Einfachheit in der Herstellung von Batterien und Elektromotoren sowie zu den Zeitskalen der Software, bei denen kleine Updates wöchentlich oder monatlich und grosse Anpassungen möglicherweise jedes Jahr erfolgen, wie es bei Smartphones der Fall ist. In Zukunft werden Automarken hauptsächlich durch das Nutzungserlebnis differenziert, das heute mehr von ihrer Software als von ihrer Hardware bestimmt wird. Dabei sind Technologieunternehmen zunehmend in Lieferketten präsent, um Softwarefunktionen zu integrieren und die autonome Mobilität voranzutreiben. Autonomes Fahren – wenn auch noch in weiter Ferne – ist vor allem eine Frage guter Computerprogramme, deswegen führen IT-Unternehmen wie die Google-Schwesterfirma Waymo und die Intel-Tochter Mobileye diese Entwicklung mit Abstand an. Es gibt zahlreiche Beispiele dafür, dass sowohl Automobilhersteller als auch Zulieferer Partnerschaften eingehen, um Ressourcen zu bündeln und schnelles Know-how zu gewinnen. Dieses Modell wird sich fortsetzen, auch wenn hier Bedenken bestehen, dass die traditionellen Autobauer einen wichtigen Teil der Wertschöpfungskette verlieren könnten.

Traditionsunternehmen haben sich auf das Management komplexer Lieferketten mit Integration der mechanischen Technologie von "Tier 1"-Lieferanten wie Bosch, Continental, Delphi und Denso konzentriert. Die Auslagerung hat die Kosten reduziert, aber technologische Fortschritte anderen überlassen. «Neue» Anbieter dagegen verfolgen ein "Full-Stack"-Geschäftsmodell aus der Technologiebranche und setzen wie z.B. Tesla auf sogenannte «Gigafabriken». Die vertikale Integration, nicht zuletzt zur Sicherstellung der Rohstoffversorgung, gewährleistet heute Innovationskraft und Agilität und bleibt profitabler. Gerade auch um Chinas Dominanz im Batteriesektor zu durchbrechen, müssen etablierte Lieferketten umgangen werden (d.h. wie im Beispiel Tesla auch Direktabnahmevereinbarungen z.B. mit Bergbauunternehmen). Die strategische Bedeutung der Batterie mit zunehmender Konzentration der Lieferketten (sechs der zehn grössten Batteriehersteller kommen aus China und kontrollieren rund 60% des globalen Marktes) hat einige Automobilhersteller dazu veranlasst, erheblich in eigene Kapazitäten zu investieren, meistens in Partnerschaften mit spezialisierten Unternehmen.

Fehlende Kostenparität und Infrastruktur als Hürden für die Konsumenten

Geringe Stückzahlen und hohe Batteriekosten machen es den westlichen Traditionsunternehmen schwer, profitabel auf die Herstellung von Elektrofahrzeugen umzusteigen. Der Austausch von Antriebssystemen erhöht die Kosten für etablierte Unternehmen um bis zu 50%, hauptsächlich aufgrund der Batterie. Dies macht die Fahrzeuge – im Vergleich zu ihren Pendanten mit Verbrennungsmotor – für die Hersteller weniger profitabel und für die Konsumenten teurer. Die grössten Abschreckungsfaktoren für den Kauf eines Elektroautos – der Preis und die Reichweite – sind noch nicht überwunden. Der Durchschnittspreis für eines der 90 in Europa verfügbaren Elektrofahrzeuge beträgt EUR 51'000.-. Der Preisunterschied zu ICEs in derselben Klasse beträgt rund EUR 10'000.-, was die Erschwinglichkeit für private Käufer im gegenwärtigen Konjunkturmilieu erschwert, insbesondere in den ärmeren Ländern oder Regionen.

Höhere Rohstoffpreise haben die bisher rasante Verbilligung für Lithium-Ionen-Batterien vorerst gestoppt respektive verzögert (Kosten pro Kilowattstunde +5% yoy), was auch den Zeitpunkt für eine Kostenparität mit Verbrennern nach hinten schiebt. Dies wirkt sich wiederum auf die Erschwinglichkeit von Elektrofahrzeugen oder die Margen der Hersteller aus, da Batterien immer noch 40-50% der Kosten für ein Elektro-Fahrzeug ausmachen. Die meisten Branchenexperten prognostizieren, dass kontinuierliche Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie der Ausbau der Kapazitäten in der gesamten Lieferkette dazu beitragen, die Batterietechnologie zu verbessern und die Kosten weiter zu senken. Diese lagen Ende 2022 in Europa und den USA bei USD 138.-/kWh, während sie in China aufgrund von Skaleneffekten rund 40% günstiger sind. Neue Technologien der nächsten Generation, wie Silizium- und Lithium-Metall-Anoden, Festkörperelektrolyte sowie neue Kathodenmaterialien und Zellherstellungsprozesse spielen eine wichtige Rolle bei der Ermöglichung von Preissenkungen. Laut verschiedenen Studien soll die Kostenparität von EV mit traditionellen Verbrennern 2026 erreicht werden.

Andere Studien zeigen, dass die Nachfrage nach Lithium-Batterien voraussichtlich bis ins Jahr 2040 weiterhin das Angebot an Lithium übersteigen wird und im schlimmsten Fall nur etwa ein Drittel der globalen Gesamtnachfrage abdecken kann. Der Grund dafür ist einfach: Es dauert nur zwei oder drei Jahre, um eine neue Batteriefabrik zu eröffnen, aber zehn bis fünfzehn Jahre, um eine neue Mine zu erschliessen. Somit könnte Materialknappheit die Kosten für Batterien erhöhen, was wiederum die Nachfrage der Verbraucher nach Elektrofahrzeugen dämpfen würde.

Ein weiterer wichtiger Faktor für das EV-Wachstum ist eine flächendeckende Verbreitung von Ladestationen im öffentlichen und privaten Raum. Diese hinkt jedoch dem Wachstum der EV-Fahrzeugimmatrikulationen aus verschiedenen Gründen hinterher (langwierige Bewilligungspraxis, fehlende staatliche Unterstützung etc.). Einige Automobilhersteller sind deshalb auch ins Geschäft mit Ladestationen eingestiegen.

Fazit

Die weitere Entwicklung des EV-Markts bleibt schwierig abzuschätzen. Es gibt Argumente, die darauf hinweisen, dass das bis anhin rasante EV-Wachstum durch Engpässe – nicht nur bei Batteriematerialien, sondern auch in der Ladeinfrastruktur – begrenzt werden könnte. Weitere Bremsfaktoren könnten die Lockerung regulatorischer Bestimmungen bezüglich Verbrennungsmotoren, fehlende Kostenparität oder generell schwaches Konsumentenvertrauen sein. In einem solchen Szenario dürften Strategien, welche nicht alles nur auf die EV-Karte, sondern auf eine Mischung aus verschiedenen Fahrzeugtypen setzen (v.a. Toyota, BMW), erfolgreich sein. Der Weg zur Massenakzeptanz von EVs wird immer wieder von Phasen eines langsameren Fortschritts unterbrochen werden und auf eine solche Phase scheint sich der Markt aktuell zuzubewegen. Das hohe Zinsumfeld und die Kostendifferenz zwischen EVs und Verbrennern lastet auf der Erschwinglichkeit und damit auf der Überzeugung von Konsumenten, umzusteigen.

Trotzdem denken wir, dass die Elektrifizierung ein «Game Changer» für die Automobilindustrie darstellt. Neue Konkurrenten in diesem Bereich sind nicht durch isolierte und teure Organisationen beeinträchtigt, die jahrzehntlang der mechanischen Konstruktion gewidmet waren und durch ein komplexes Produktspektrum belastet sind. Unternehmen, die lange Zeit auf eine

mechanische Denkweise gesetzt haben, dürften deshalb mehr Probleme haben, erforderliche Einheiten für die Entwicklung der Software oder Partnerschaften einzurichten, welche in Zukunft die Marken prägen sollen. Gerade für Massenhersteller sehen wir die Gefahr, dass die Markenloyalität zerbricht und Elektrofahrzeugkäufer etablierten Marken möglicherweise weniger Bedeutung beimessen. Premium-Automobilhersteller dagegen schaffen es tendenziell besser, Kunden zu binden, haben weniger Überschneidungen mit den Kundensegmenten von Tesla und BYD und sind generell besser für den Übergang zur Elektromobilität positioniert.

Es zeichnet sich aber bereits ab, dass der harte Wettbewerb zwischen neuen und alten Herstellern einen unerbittlichen Preiskampf auslösen wird. Die Preissenkungen von Tesla und die Billigangebote aus China geben hier bereits eine Indikation, wohin der Weg führen könnte. Der aktuell noch sehr tiefe EV-Produktmix der etablierten Hersteller und die mit hohen Investitionsplänen verfolgten Verkaufsziele in diesem Bereich (s. dazu nachfolgende Aufstellung), lässt darauf schliessen, dass in den kommenden Jahren eine massive Anzahl EVs in den Markt gedrückt werden. In einem bereits schwierigen Preisumfeld wird dies die bereits dünnen Margen der etablierten Hersteller mit jedem zugunsten eines EV substituierten Verbrenners weiter unter Druck bringen.

	Unit Sales 2022 in Mio. (all)	BEV-share of Unit Sales 2022	BEV Sales target in Mio.	BEV-share target	Geplante EV- Investitionen	Bemerkungen
Ford	4.2	1.4%	2.0 (2026)	50% (2030)	USD 22 Mia. (2025)	EV EBIT margin 8% bis 2026
GM	3.6	1.1%	1.0 (2025)	100% (2035)	USD 35 Mia. (2025)	EV EBIT margin 1-5% bis 2025
Stellantis	6.0	4.8%	5.0 (2030)	n.a.	USD 30 Mia. (2025)	
Mercedes-Benz AG	2.0	7.0%	n.a.	50% (2025; PHEV+BEV) 100% (2030)	EUR 40 Mia. (2030)	
BMW	2.4	9.0%	n.a.	15% (2023); 50% (2030)	EUR 30 Mia. (2025)	Kostenparität bis 2025
VW	8.3	7.0%	n.a.	80% (2030, EU); 50% (2030, RoW)	EUR 120 Mia. (2027)	EV Marktanteil: EU 20%; US 6%; China 3%
Toyota	10.6	1.0%	3.5 (2030)	75% (2030; PHEV+BEV)	EUR 60 Mia. (2030)	Aktuell 30% des Gesamtvolumens sind E-Hybridfahrzeuge
Honda	3.7	<1.0%	n.a.	85% (2035; PHEV+BEV)	USD 37 Mia. (2035)	Starke Stellung im Bereich E-Hybridfahrzeuge
Hyundai/KIA	6.9	7.3%	2.4 (2030)	50% (2028, BEV); 75% (2028, PHEV+BEV)	USD 70 Mia. (2030)	BEV-Marktanteil 6%; Ziel 2030: 12%
Renault	2.1	7.0%	1.0 (2030)	100% (2030, Europa) 90% (2030, RoW)	EUR 23 Mia. (2030)	IPO Plan 1H24 für EV-Bereich
Jaguar Land Rover	0.32	n.a.	n.a.	60% (2030)	n.a.	Jaguar ab 2025 nur noch BEV
Tesla	1.3	100%	1.8 (2023) 20.0 (2030)	100%	n.a.	
Volvo Car AB	0.61	11%	1.0 (2025)	50% (2025); 100% (2030)	n.a.	

Für die Transformation der Branche gut aufgestellt sehen wir Volvo Car AB (rasche Skalierung im EV-Bereich), BMW (Produktmix) sowie Hyundai/KIA (Sourcing). Schwierig dürfte es für VW (Markenkomplexität; Positionierung der VW-Kernmarke), Renault (Konkurrenz im Massenmarkt) oder Honda (EV-Nachzügler) werden. Fragezeichen bleiben mittel- bis längerfristig bei Toyota (starke Position in der Hybrid-Technologie vs. BEV), Mercedes-Benz AG (Premiumpositionierung) sowie den US-Marken (starker Fokus und Position auf dem Heimmarkt, in welchem ggf. «grosszügige» staatliche Lenkungsmaßnahmen zu erwarten sind).

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tötigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichung dieses Dokuments ist nicht gestattet.