



Was passiert mit der Schuldenbremse?

Die in der deutschen Verfassung verankerte Schuldenbremse war einer der Streitpunkte in der Ampel-Koalition. Die nächste Bundesregierung dürfte sie lockern. Wir diskutieren die Optionen, die den Streit wahrscheinlich aber auch nicht beenden werden. [1]

Schuldenbremse: Garant für stabile Staatsfinanzen oder Wachstumsbremse?

Die seit 15 Jahren im Grundgesetz stehende Schuldenbremse (siehe auch [Kasten](#)) ist einer der großen Streitpunkte der Bundespolitik. Während die einen sie als Garant stabiler Staatsfinanzen loben, sehen andere in ihr eine Wachstumsbremse, da sie dringend notwendige Investitionen des Staates verhindern würde. Nicht umsonst hat die ultimative Forderung des Bundeskanzlers an seinen Finanzminister und dessen Weigerung, die Schuldenbremse für das kommende Jahr auszusetzen, das Ende der Regierungskoalition aus SPD, Grünen und FDP besiegelt.

Geringer Spielraum der Finanzpolitik ...

Eines ist klar: Die Schuldenbremse schränkt den Spielraum der Finanzpolitik spürbar ein. Vor der Pandemie war dies weniger spürbar, da der Staat von einer florierenden Wirtschaft und insbesondere von fallenden Zinsen profitierte, sodass gleichzeitig beides problemlos möglich war: zusätzliche Ausgaben bei der Sozialpolitik und eine Einhaltung der Schuldenbremse.

Spätestens seit dem Ende der Nullzinspolitik ist dies nicht mehr möglich. Zudem ist die Einsicht gereift, dass die Infrastruktur und die Bundeswehr lange Zeit sträflich vernachlässigt wurden, hier also deutlich höhere Ausgaben notwendig sind. Deshalb muss die Politik bei zusätzlichen Ausgaben klare Prioritäten setzen, um die von der Schuldengrenze gesetzte Obergrenze für die Neuverschuldung einzuhalten.

... befeuert Diskussion über eine Lockerung

Vor diesem Hintergrund verging vor dem Auseinanderfallen der Koalition kaum eine Woche, in der nicht eine Reform oder gar die Abschaffung der Schuldenbremse gefordert wurde, um damit die Finanzierung als notwendig erachteter zusätzlicher Ausgaben über neue Schulden zu ermöglichen. Besonders häufig sind diese Forderungen von Vertretern der Grünen, der SPD und der Linken zu hören. Diese Parteien treten auch offiziell für eine Lockerung der Schuldenbremse ein. Nachdem er lange Änderungen

21. November 2024

Dr. Ralph Solveen ^{AC}

Inhalt

Schuldenbremse: Garant für stabile Staatsfinanzen oder Wachstumsbremse?	1
Geringer Spielraum der Finanzpolitik ...	1
... befeuert Diskussion über eine Lockerung	1
Druck wird noch zunehmen ... und einer "Reform" der Schuldenbremse den Weg bereiten	2
Welche Änderungen wären denkbar?	3
Europäische Regelungen sprechen gegen starke Lockerung der Finanzpolitik	5
Kasten: Die Schuldenbremse	5



der Schuldenbremse abgelehnt hatte, zeigte sich zuletzt auch der Kanzlerkandidat von CDU/CSU hierfür offen, wenn hierdurch zusätzliche Investitionen ermöglichen würden. Auf Länderebene hatte es in der CDU schon vorher einige viele Befürworter einer Lockerung gegeben. Neben der AfD, die mit sehr großer Sicherheit kein Mitglied der nächsten Regierungskoalition sein wird, lehnt nur die FDP bisher eine Änderung der Schuldenbremse kategorisch ab.

Druck wird noch zunehmen ...

Da die FDP aber zumindest auf Basis der aktuellen Umfrageergebnisse wohl kein Teil der nächsten Koalition sein wird, spricht vieles dafür, dass die Regel in der kommenden Legislaturperiode geändert wird. Hierfür dürfte sich auch die notwendige 2/3-Mehrheit finden, auch weil sich die Spielräume für die Finanzpolitik in den kommenden Jahren beim aktuellen Rechtsstand weiter verringern werden. Denn nach der aktuellen Beschlusslage sollen ab 2028 die während der Pandemie und der Energiekrise aufgenommenen "Notlagenkredite" zurückgezahlt werden, und ab 2031 steht dann zusätzlich die Tilgung der Schulden des Bundeswehr-Sondervermögens an (Chart 1) [2]. Als Konsequenz wird der Bund ohne eine Änderung der Schuldenbremse ab 2031 bei einer normalen wirtschaftlichen Lage per Saldo kaum noch neue Schulden aufnehmen können.[3]

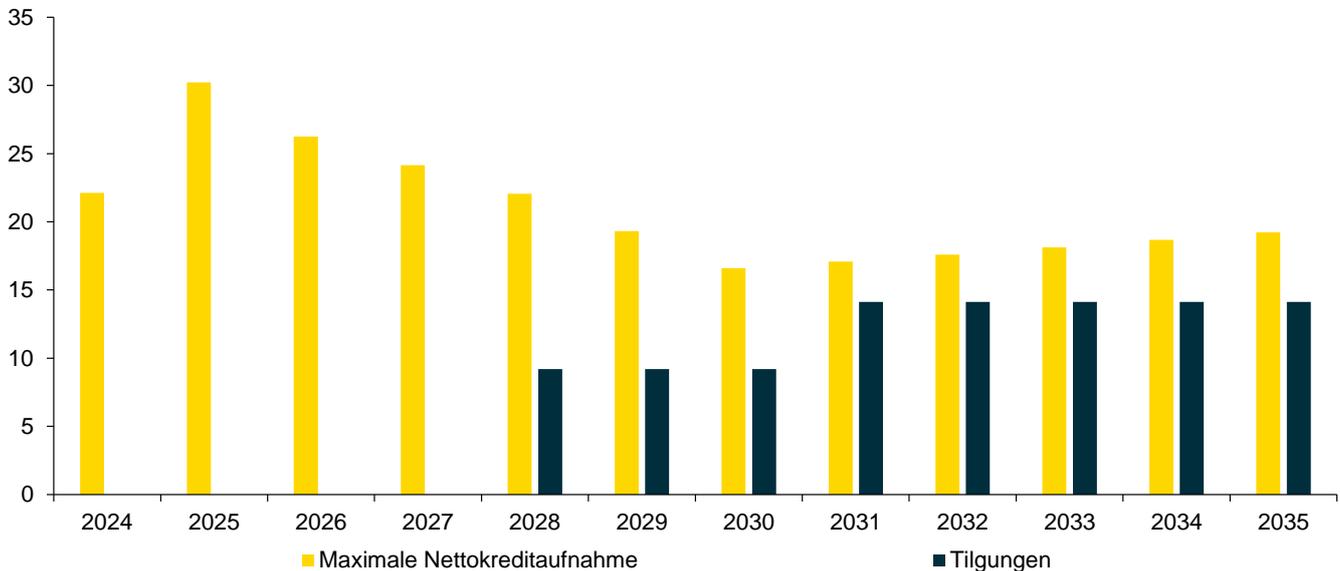
Gleichzeitig kommen zusätzliche Belastungen auf den Bundeshaushalt zu: Spätestens 2028 dürfte das Bundeswehr-Sondervermögen aufgebraucht sein, sodass der Bundeshaushalt den bis dahin auf diesem Weg finanzierten Teil der Verteidigungsausgaben zusätzlich übernehmen muss, wenn Deutschland weiter - wie in der NATO vereinbart - 2% des Bruttoinlandsproduktes für die Verteidigung ausgeben will. Hierfür müssten die über den Bundeshaushalt finanzierten Ausgaben 2028 mit etwa 100 Mrd Euro fast doppelt so hoch ausfallen wie derzeit für 2027 - dem letzten Jahr in der letzten gültigen Finanzplanung - mit knapp 52 Mrd Euro geplant. Zudem dürften in dieser Zeit ohne eine durchgreifende Rentenreform auch die Zuschüsse des Bundes zur gesetzlichen Rentenversicherung massiv steigen. Schließlich muss die EU nach der aktuellen Rechtslage wohl ab Ende der 2020er Jahre die zur Finanzierung des "Wiederaufbaufonds" aufgenommenen Schulden aus ihrem Haushalt wieder tilgen, womit die EU-Beiträge der Mitgliedsländer eher steigen dürften.

Chart 1 - Tilgung von "Notlagenkrediten" schränken Spielraum der Finanzpolitik weiter ein

Maximale von der Schuldenbremse erlaubte Nettokreditaufnahme auf Basis der Potenzial-Schätzung der Bundesregierung und der Commerzbank-Wachstumsprognose,



ab 2030 Normalauslastung; Tilgungen für Notlagenkredite und Bundeswehr-Sondervermögen, in Mrd Euro



Quelle: Bundesfinanzministerium, Commerzbank-Research

... und einer "Reform" der Schuldenbremse den Weg bereiten

Um diese zusätzlichen Ausgaben unter Einhaltung der Schuldenbremse zu finanzieren, wäre eine strikte Priorisierung der Ausgaben und eine tiefgreifende Reform der gesetzlichen Rentenversicherung und des Sozialsystems notwendig. Allerdings wären hierfür zahlreiche unpopuläre Entscheidungen notwendig, und es ist fraglich, ob die nächste Bundesregierung hierfür die politische Kraft aufbringen wird. Dies gilt umso mehr, als nach den aktuellen Umfragen mit SPD oder den Grünen eine Partei Teil der nächsten Bundesregierung sein wird, die schon länger auf eine Lockerung der Schuldenbremse dringt. CDU und CSU werden eine Koalition wohl kaum an dieser Frage scheitern lassen, zumal es ja auch bei Ihnen wie erwähnt zunehmend Signale in diese Richtung gibt.[4]

Welche Änderungen wären denkbar?

Somit spricht vieles dafür, dass es kommendes Jahr einige Änderungen an der Schuldenbremse geben wird. Dabei gibt es verschiedene Optionen:

(1) Eine andere Berechnungsweise der Konjunkturkomponente

Vergleichsweise niedrig sind – zumindest auf den ersten Blick – die Hürden für eine Maßnahme, die bereits im Koalitionsvertrag der nun auseinandergefallenen Koalition vorgesehen war, nämlich eine Änderung des Verfahrens, mit dem die Konjunkturkomponente der maximal erlaubten Nettokreditaufnahme bestimmt wird (neben der "strukturellen" Komponente in Höhe von 0,35% des Bruttoinlandsproduktes).[5] Denn hierfür ist – im Gegensatz zu den meisten anderen Vorschlägen für eine Reform der Schuldenbremse – keine Änderung des Grundgesetzes und damit keine 2/3-Mehrheit in Bundestag und Bundesrat notwendig. Vielmehr reicht nach dem Gesetz zur Schuldenbremse eine Verständigung zwischen Finanz- und Wirtschaftsministerium aus.

Obwohl eine solche Änderung zwischenzeitlich auch vom Finanzminister und damit der FDP durchaus befürwortet wurde, ist sie nicht umgesetzt worden. Über die Gründe lässt sich nur spekulieren. Zudem würde eine solche Reform den Spielraum der Finanzpolitik nicht generell, sondern nur in einzelnen Jahren vergrößern. Über einen längeren Zeitraum betrachtet dürften sich die Unterschiede weitgehend ausgleichen. Folglich dürfte diese Überarbeitung wohl kaum den Druck von der Finanzpolitik nehmen.

(2) Eine Verschiebung der Tilgung der Krisenschulden (für immer?)

Etwas verringert würde der Konsolidierungsdruck, wenn die Tilgung der Notlagenkredite verschoben würde. Der eine Änderung der Schuldenbremse sonst ablehnende frühere Bundesfinanzminister hatte dies für den Fall ins Gespräch gebracht, dass die Schuldenquote bis dahin von aktuell knapp 64% unter die im Vertrag von Maastricht gesetzte Obergrenze von 60% fällt.

Da im Grundgesetz nur festgelegt ist, dass die Tilgung "binnen eines angemessenen Zeitraums zu erfolgen" hat und dieses "angemessen" nicht näher definiert ist, würde dies zumindest nicht offensichtlich gegen dessen Regelungen verstoßen. Allerdings ist



es nicht sicher, ob eine solche Verschiebung der Tilgung einer Prüfung durch das Bundesverfassungsgericht standhalten würde, auch weil die Gefahr bestünde, dass die Tilgung am Ende nie erfolgen würde. Zudem würde eine solche Maßnahme die ab 2028 drohenden massiven Haushaltsprobleme nicht lösen, sondern allenfalls lindern. Denn gegenüber der aktuellen Situation würde sich der Spielraum der Finanzpolitik nicht vergrößern.

(3) Eine Erhöhung der strukturellen Komponente

Häufig wird auch vorgeschlagen, dem Bund generell eine höhere Neuverschuldung zu erlauben, indem die strukturelle Komponente, die derzeit 0,35% des Bruttoinlandsproduktes entspricht, angehoben wird. So verweist mancher darauf, dass die gerade überarbeiteten Defizitregeln auf europäischer Ebene ein strukturelles Defizit von 1,5% des Bruttoinlandsproduktes erlauben. Würde man diesen Wert übernehmen, könnten im kommenden Jahr etwa 50 Mrd Euro an zusätzlichen Schulden aufgenommen werden.

Allerdings dürfte dieser zusätzliche Spielraum nicht alleine der Bundesregierung zugutekommen. Denn die Bundesländer müssten der dafür notwendigen Änderung des Grundgesetzes im Bundesrat mit einer 2/3-Mehrheit zustimmen. Als Preis hierfür würden sie sicherlich fordern, dass sie zumindest einen Teil dieses zusätzlichen Spielraums erhalten. Schließlich schreibt ihnen die Schuldenbremse bisher einen strukturell ausgeglichenen Haushalt vor, also eine strukturelle Komponente von null.

(4) Besondere Behandlung von Investitionen

Der Nachteil einer solchen generellen Erhöhung der Obergrenze für die Neuverschuldung wäre, dass sie leicht in den Verdacht käme, in erster Linie darauf abzuzielen, der Regierung das Leben leichter zu machen. Immerhin lehnt derzeit bei Umfragen immer noch etwa die Hälfte der Befragten eine Änderung der Schuldenbremse ab. Am ehesten dürften daher die Vorschläge umgesetzt werden, die eine besondere Behandlung von Investitionsausgaben des Staates vorsehen. Denn solche Änderungen dürften mit Verweis auf die in den kommenden Jahren notwendigen umfangreichen Investitionen den Wählern am ehesten zu vermitteln sein.

Ein immer wieder zu hörender Vorschlag dabei ist, durch eine Änderung des Grundgesetzes weitere "Sondervermögen" zu schaffen, auf deren Kreditaufnahme die Schuldenbremse – wie bei demjenigen für die Bundeswehr – keine Anwendung findet. Dabei werden teilweise Volumen von 500 Mrd Euro oder mehr genannt, mit denen Investitionen in die Infrastruktur, die Digitalisierung und die Dekarbonisierung der Wirtschaft oder zusätzliche Ausgaben für die Bundeswehr bezahlt werden können. Wahrscheinlicher dürfte aber sein, dass in Zukunft Ausgaben für bestimmte (oder alle) Investitionen zwar weiter aus dem Bundeshaushalt bestritten werden, diese aber bei der Berechnung der für die Schuldenbremse relevanten Nettokreditaufnahme nicht zu berücksichtigen sind.

Eine solche Änderung würde den Spielraum für neue Schulden auf zwei Wegen vergrößern. Zum einen könnten für neue Investitionen unbegrenzt zusätzliche Kredite aufgenommen werden. Inwieweit dies tatsächlich geschehen würde, lässt sich kaum abschätzen. Zum anderen könnten – wenn nicht gleichzeitig die Obergrenze für die strukturelle Neuverschuldung von derzeit 0,35% des Bruttoinlandsproduktes gesenkt würde – die Haushaltsmittel, die derzeit für Investitionen aufgewendet werden, für andere Ausgaben verwendet werden.

Wie groß die hierdurch "frei werdenden" Mittel wären, hängt von verschiedenen Faktoren ab. Einer der wichtigsten ist die Definition des Begriffs Investitionen. So entsprechen die im Bundeshaushalt ausgewiesenen "investiven Ausgaben" nicht der Definition der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR). So weist die Bundesregierung beim vorläufigen Abschluss des Bundeshaushalts 2023 investive Ausgaben von 55 Mrd Euro aus, während die VGR auf nur 38 Mrd Euro kommt, und im Vergleich zu der Zeit vor der Pandemie sind die investiven Ausgaben deutlich stärker gestiegen als die VGR-Zahlen (Chart 2). Dies erklärt sich zu einem beträchtlichen Teil dadurch, dass im Bundeshaushalt – im Gegensatz zur VGR – auch viele Zuschüsse zu Investitionsprojekten von Ländern, Gemeinden oder Privaten als Investitionen gezählt werden. Insgesamt bestände natürlich für die Politik der Anreiz, weitere Ausgaben als Investitionen zu behandeln. Schließlich wird immer wieder von Investitionen in die Bildung und von Investitionen in den sozialen Zusammenhalt gesprochen. Auch in den Ausgaben für die Bundeswehr dürften viele eine Investition in Sicherheit sehen. Sollte bei einer solchen Änderung der Schuldenbremse der Investitionsbegriff im Grundgesetz nicht klar umschrieben werden, würde der Schuldenbremse weitgehend ihre Wirkung genommen.

Chart 2 - Investive Ausgaben gestiegen, Investitionen nach VGR eher nicht

Im Bundeshaushalt ausgewiesene investive Ausgaben und Bruttoanlageinvestitionen des Bundes nach der VGR, in Mrd Euro

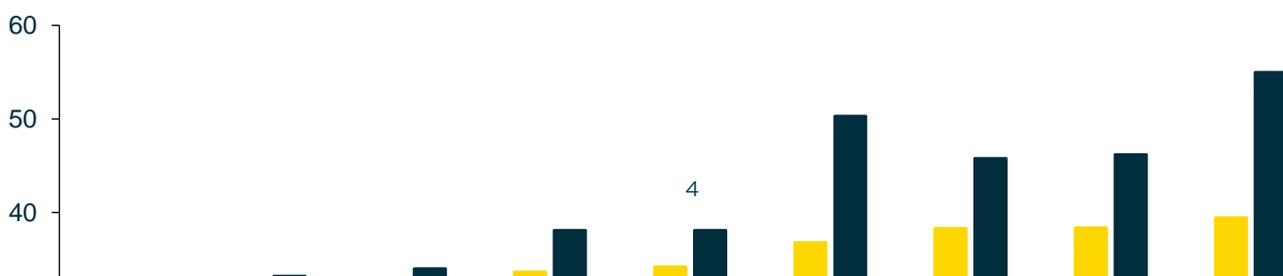
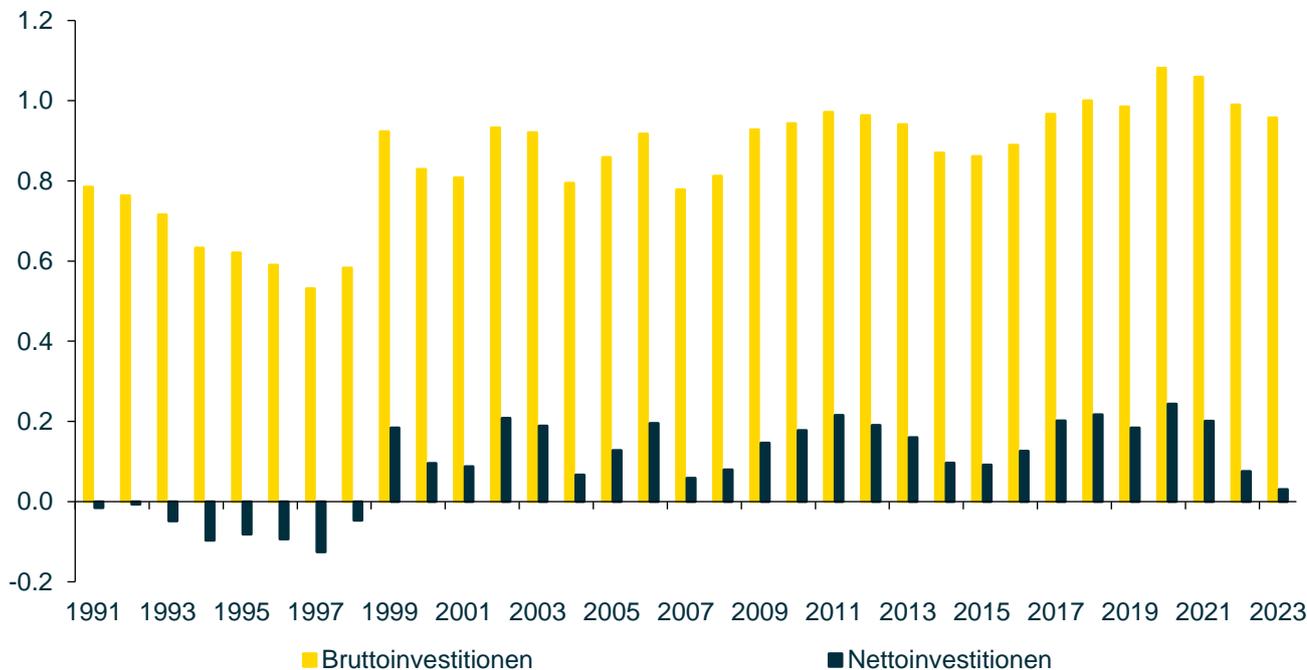




Chart 3 - Investitionen des Bundes nach VGR in den vergangenen Jahren gefallen

Brutto- und Nettoanlageninvestitionen des Bundes, in Prozent des Bruttoinlandsproduktes



Quelle: Destatis, Commerzbank-Research

Europäische Regelungen sprechen gegen starke Lockerung der Finanzpolitik

Aber auch bei einer weitgehenden Lockerung der Schuldenbremse gäbe es mit den Regeln auf europäischer Ebene eine weitere Hürde für die von vielen geforderte spürbare Lockerung der Finanzpolitik. Denn diese sehen nach ihrer im Frühjahr endgültig beschlossenen Überarbeitung vor, dass die Mitgliedsländer auf mittlere Sicht ihr strukturelles Budgetdefizit auf 1,5% des Bruttoinlandsproduktes begrenzen und ihre Schuldenquote weiter drücken müssen. Dabei werden Investitionen grundsätzlich nicht anders behandelt als konsumtive Ausgaben.

Die neue Bundesregierung mag darauf hoffen, dass sich die EU-Kommission bei der Interpretation dieser Regeln sehr "flexibel" zeigen wird. Allerdings würden viele Euro-Länder, die derzeit auch wegen dieser Regeln ihre Defizite eigentlich drücken müssen, eine deutliche Lockerung der deutschen Finanzpolitik sicherlich als Signal interpretieren, bei diesen Bemühungen weniger Ehrgeiz zu zeigen, womit der Anstieg der bereits jetzt hohen Staatsverschuldung im Euroraum weiter an Fahrt gewinnen würde.

Kasten: Die Schuldenbremse

Die Grundlagen der Schuldenbremse sind in den Artikeln 109 und 115 des Grundgesetzes festgelegt. Im Prinzip besteht sie aus zwei Regelungen:

1. Die Ausgaben des Bundes dürfen dessen Einnahmen um nicht mehr als 0,35% des Bruttoinlandsproduktes überschreiten, wobei sich diese Obergrenze abhängig von der konjunkturellen Lage verringert oder erhöht. Nicht berücksichtigt werden bei Einnahmen und Ausgaben die Effekte "finanzieller Transaktionen", also Ausgaben für den Erwerb oder Einnahmen aus dem Verkauf von Vermögensgegenständen. Die Bundesländer dürfen - bereinigt um den Konjunktoreffekt - überhaupt keine neuen Schulden machen.



2. In "Notlagen" darf der Bundestag die Schuldenbremse aussetzen. Allerdings müssen die hierbei aufgenommenen zusätzlichen Schulden in einem "angemessenen" Zeitraum wieder getilgt werden.

Hinzu kommen verschiedene Regelungen, die entweder im Gesetz zur Schuldenbremse [9] oder per Rechtsverordnung festgelegt wurden. ([zurück zum Text](#))

[1] Dieses Economic Insight ist die Aktualisierung einer Veröffentlichung vom April 2024 mit dem Titel "Zankapfel Schuldenbremse". ([zurück zum Text](#))

[2] Nach der aktuellen Beschlusslage sollen ab 2028 (bis 2058) jedes Jahr 9,2 Mrd der direkt über den Bundeshaushalt aufgenommenen Notlagenkredite getilgt werden. Ab 2031 (bis 2061) kommen dann pro Jahr noch 1,7 Mrd Euro für die Tilgung der über den Wirtschaftsstabilisierungsfonds Energie (WSF-E) aufgenommenen Kredite hinzu. Zudem sollen die für das Bundeswehr-Sondervermögen aufgenommenen Kredite laut des entsprechenden Gesetzes spätestens ab 2031 innerhalb eines "angemessenen Zeitraums" getilgt werden. Wir gehen davon aus, dass diese Tilgungen möglichst spät angegangen werden und – wie bei den "Notlagenkrediten" – über 31 Jahre verteilt werden, sodass sich ab 2031 pro Jahr weitere Tilgungen von 3,2 Mrd Euro ergeben. ([zurück zum Text](#))

[3] Bei der Berechnung der maximal zulässigen Nettokreditaufnahme (NKA) werden die im jeweiligen Jahr bestehenden Tilgungsverpflichtungen abgezogen. ([zurück zum Text](#))

[4] Wirklich infrage gestellt würde eine Lockerung wohl nur, wenn mit der FDP ihr entschiedenster Gegner erneut Teil der Regierungskoalition wäre, da die Verteidigung der Schuldenbremse inzwischen zu einer Art Markenzeichen der Partei geworden ist, den sie wohl kaum aufgeben wollte. Die aktuellen Umfragen sprechen aber gegen eine erneute Regierungsbeteiligung der Partei. ([zurück zum Text](#))

[5] Bei diesem Verfahren wird zunächst das Produktionspotenzial der Wirtschaft geschätzt. Liegt dieses unter dem Bruttoinlandsprodukt, ist die Wirtschaft überdurchschnittlich ausgelastet, sodass eine geringere Nettokreditaufnahme erlaubt ist. Liegt das Bruttoinlandsprodukt unter dem Potenzial, sind zusätzliche neue Schulden erlaubt. Die genaue Höhe der Konjunkturkomponente ergibt sich dann aus der Multiplikation der (erwarteten) Abweichung des Bruttoinlandsproduktes und der sogenannten "Budgetsemielastizität". Diese ist derzeit auf 0,203 festgesetzt, sodass ein um 1 Mrd höheres Bruttoinlandsprodukt die Obergrenze für die Neuverschuldung um 203 Mio Euro verringert. Auch dieser Wert dürfte bei der Überarbeitung des Verfahrens überprüft werden. ([zurück zum Text](#))

[6] Mit einer Herausrechnung aller Bruttoinvestitionen würde man sich wieder der Regelung vor Einführung der Schuldenbremse annähern. Denn damals schrieb Artikel 115 des Grundgesetzes vor: "Die Einnahmen aus Krediten dürfen die Summe der im Haushaltsplan veranschlagten Ausgaben für Investitionen nicht überschreiten." ([zurück zum Text](#))

[7] Die bei einer solchen Berechnung herangezogenen Zahlen für die Abschreibungen würden etwas geringer ausfallen, wenn sie – wie in der Buchführung von Unternehmen üblich – auf Basis der Anschaffungspreise berechnet würden. Hingegen werden die Abschreibungen in der VGR auf Basis der – zumeist höheren – Wiederbeschaffungspreise berechnet. Damit wäre der sich aus einer solchen Änderung ergebende zusätzliche Spielraum für die Finanzpolitik also etwas größer als hier gezeigt, wobei sich die Unterschiede aber in Grenzen halten dürften. ([zurück zum Text](#))

[8] Wie stark die zusätzliche Verschuldung ausfallen wird, wird sowohl bei der Berücksichtigung der Brutto- als auch der Nettoinvestitionen natürlich auch davon abhängen, wie eng die Definition von Investitionen gefasst wird. Der wissenschaftliche Beirat bei Bundeswirtschaftsministerium schlägt hierzu die Einrichtung eines "unabhängigen Expertengremiums" vor. Allerdings ist fraglich, ob dieses eine "kreative Interpretation" des Investitionsbegriffs auf Dauer verhindern könnte. ([zurück zum Text](#))

[9] Siehe [hier](#). ([zurück zum Text](#))



Analysten

Dr. Ralph Solveen ^{AC}

Stellv. Leiter Economic Research

+49 69 9353 45622

ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 21/11/2024 11:10 MEZ fertiggestellt und am 21/11/2024 11:10 MEZ verbreitet wurde.

Für die Erstellung und Veröffentlichung dieser Ausarbeitung sind die Abteilung Group Research (GM-R) im Unternehmensbereich Group Management der Commerzbank AG, Frankfurt am Main, bzw. etwaig in der Ausarbeitung genannte Filialen der Commerzbank außerhalb der USA verantwortlich.

Analyst Certification (AC): Die Verfasser, der am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet wird, bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten 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.

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden. Wenn nicht anders angegeben, beziehen sich die Kurse der in diesem Dokument erwähnten Wertpapiere auf den Schlusskurs oder Spread des letzten Handelstages, die Schwankungen unterliegen können.

Mögliche Interessenkonflikte

Offenlegung möglicher Interessenkonflikte der Commerzbank AG, ihrer Tochtergesellschaften, verbundenen Unternehmen („Commerzbank“) und Mitarbeitern in Bezug auf die Emittenten oder Finanzinstrumente; die in diesem Dokument analysiert werden, zum Ende des dem Veröffentlichungszeitpunkt diesem Dokument vorangegangenen Monats*:

Für Angaben zu den in Kompendien genannten Unternehmen bzw. den von den Analysten der Commerzbank analysierten Unternehmen folgen Sie bitte diesem Link: <https://commerzbank.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>*

*Die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu 10 Tage nach Monatsende erfordern.

Disclaimer

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und ist für Empfänger bestimmt, die wie professionelle Kunden gemäß der MiFID II ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand haben, um kapitalmarktbezogene Information zu verstehen. Es berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers und 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 unverbundenen 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.

Um potenziellen Interessenkonflikten vorzubeugen, arbeitet die Research-Abteilung der Commerzbank unabhängig von anderen Geschäftseinheiten der Bank. Dies wird durch physische und administrative Informationsbarrieren und getrennte Berichtslinien sowie durch schriftliche interne Richtlinien und Verfahren erreicht.

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 oder 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 ist nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt und wurde von der Commerzbank AG, Filiale London, herausgegeben oder für eine Herausgabe in Großbritannien genehmigt; diese Filiale ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

USA: Diese Ausarbeitung wurde von der Commerzbank AG erstellt, einem Unternehmen, das in Deutschland und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) zum Wertpapierhandel zugelassen ist. Die Commerzbank AG ist kein in den USA registrierter Broker-Händler und unterliegt daher nicht den US-Vorschriften für die Erstellung von Research und den damit verbundenen Vorschriften für Research-Analysten. Dieses Dokument ist nicht zur Weitergabe an Privatkunden bestimmt. Jegliche Verteilung dieser Ausarbeitung an US-Investoren ist für institutionelle Großanleger mit Hauptsitz in USA unter Berufung auf Befreiung von der Registrierung gemäß Rule 15a-6(a)(2) des U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung (der „Exchange Act“) bestimmt. Jeder U.S.-Empfänger dieses Research-Berichts, der auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder damit verbundenen Finanzinstrumenten durchführen möchte, darf dies nur über einen bei der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) registrierten Broker-Händler tun. Commerz Markets LLC (CMLLC) ist ein in den USA registrierter Broker-Händler und eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der Commerzbank AG. Die Commerzbank AG ist ein bei der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) registrierter Derivate-Swap-Händler gemäß dem Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. US-Personen und damit verbundene Dodd-Frank-relevante Anleger, die auf der Grundlage der in diesem Research-Bericht enthaltenen Informationen Transaktionen mit nicht auf Wertpapieren basierenden Swaps durchführen möchten, dürfen dies nur über einen bei der CFTC registrierten Swap-Händler tun.

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 Prospektspflicht 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 die Commerzbank AG und/oder die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler Geschäfte treibt. Die Inhalte dieses Dokuments dürfen sich nicht auf Wertpapiere eines Emittenten beziehen, der nach den Gesetzen Kanadas oder einer kanadischen Provinz bzw. eines kanadischen Territoriums gegründet wurde, da die Commerzbank AG und die Commerz Markets LLC im Rahmen der Ausnahmen für internationale Händler gemäß National Instrument 31-103 tätig sind. 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. Die Commerzbank AG, Filiale London, ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Europäischen Zentralbank amtlich zugelassen und unterliegt deren Regulierung. Sie ist von der Prudential Regulation Authority amtlich zugelassen. Sie unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority und in beschränktem Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority.



Schweiz: Dieses Dokument ist grundsätzlich nicht zur Verteilung an Retail-Kunden bestimmt. Weder diese Research-Studie noch die hierin enthaltenen Informationen sind als persönliche Empfehlungen für Transaktionen in Finanzinstrumenten im Sinne des Finanzdienstleistungsgesetzes zu betrachten..

Singapur: Dieses Dokument wird in Singapur von der Commerzbank AG, Filiale Singapur, zur Verfügung gestellt. Es darf dort nur von institutionellen Investoren, akkreditierten Investoren oder sachkundigen Investoren, jeweils laut Definition in Section 4A des Securities and Futures Act, Chapter 289, von Singapur („SFA“) gemäß Section 274 bzw. Section 275 des SFA, entgegengenommen werden. Dieses Dokument stellt keine Beratung in bilanziellen, rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, finanziellen oder anderen Fragen und/oder Empfehlungen für den Empfänger dieser Ausarbeitung dar. Darüber hinaus stellen die hierin enthaltenen Mitteilungen/Informationen keine „Finanzberatungs-Dienstleistung“ im Sinne des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur („FAA“) dar; deshalb gelten die gegenüber einem Kunden gegebenenfalls zu beachtenden aufsichtsrechtlichen Anforderungen und geschuldeten Pflichten nach oder in Verbindung mit dem FAA nicht in Verbindung mit dieser Ausarbeitung für den Empfänger. Den Empfängern wird empfohlen, zu den hierin enthaltenen Informationen den unabhängigen Rat ihrer eigenen professionellen Berater einzuholen.

Japan: Diese Informationen und ihre Verteilung stellen keine „Aufforderung“ gemäß dem Financial Instrument Exchange Act (FIEA) von Japan dar und sind nicht als solche auszulegen. Diese Informationen dürfen von internationalen Filialen der Commerzbank außerhalb Japans ausschließlich an „professionelle Anleger“ gemäß Article 2(31) des FIEA und Article 23 der Cabinet Ordinance Regarding Definition of Article 2 of the FIEA verteilt werden. Die Commerzbank AG, Tokyo Branch, war nicht an der Erstellung dieser Informationen beteiligt. In dieser Ausarbeitung erwähnte Instrumente können nicht von der Filiale eingeführt werden. Anfragen bezüglich der Verfügbarkeit dieser Instrumente richten Sie bitte an den Bereich Firmenkunden der Commerzbank AG..

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 O4/1313 verteilt. Die Commerzbank AG wird durch die BaFin nach deutschem Recht geregelt, das vom australischen Recht abweicht.

Volksrepublik China (VRC): Dieses Dokument wird von der Commerzbank AG zur Verfügung gestellt und ist ausschließlich für berechnete Institute bestimmt. Niemand sonst darf sich auf Informationen verlassen, die in diesem Dokument enthalten sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Produkte und Dienstleistungen gelten nur für Institute in der VRC, für die die Bereitstellung dieser Produkte und Dienstleistungen nach den Gesetzen und Vorschriften der VRC zulässig ist. Für jede Person, die dieses Dokument erhält, dürfen die Informationen in diesem Dokument weder als Marketing oder Werbung des Geschäfts noch als buchhalterische, rechtliche, regulatorische, steuerliche, finanzielle oder andere Beratung und/oder Anlageberatung an den Empfänger dieses Dokuments angesehen werden und dem Empfänger wird geraten, sich von seinen eigenen professionellen Beratern über die hierin enthaltenen Informationen unabhängig zu beraten und sich bei der Durchführung von betreffenden Transaktionen an die Gesetze und Vorschriften der VRC zu halten.

© Commerzbank AG 2024. Alle Rechte vorbehalten. Version 24.05

Commerzbank Filiale

Frankfurt	London	New York	Singapore
Commerzbank AG	Commerzbank AG	Commerz Markets LLC	Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus	PO BOX 52715	225 Liberty Street, 32nd floor,	128 Beach Road
Mainzer Landstraße 153	30 Gresham Street	New York,	#17-01 Guoco Midtown
60327 Frankfurt	London, EC2P 2XY	NY 10281-1050	Singapore 189773
Tel: + 49 69 136 21200	Tel: + 44 207 623 8000	Tel: + 1 212 703 4000	Tel: +65 631 10000