

# Wird die Schuldenbremse weiter gelockert?

08. September 2025

Dr. Ralph Solveen<sup>AC</sup>

Mit der teilweisen Nichtberücksichtigung von Verteidigungsausgaben bei der Schuldenbremse und dem Sondervermögen für Infrastruktur hat die Bundesregierung ihren finanzpolitischen Spielraum bereits massiv vergrößert. Trotzdem trifft sich diese Woche zum ersten Mal eine Kommission, die eine Reform und damit voraussichtlich eine weitere Aufweichung der Schuldenbremse vorschlagen soll. Wir diskutieren, welche Änderungen möglich sind und kommen dabei zu dem Ergebnis, dass sich der finanzpolitische Spielraum der Bundesregierung wahrscheinlich nicht entscheidend vergrößern wird.

## Schuldenbremse bereits deutlich entschärft, ...

Im Frühjahr haben CDU/CSU und SPD mit Unterstützung der Grünen die im Grundgesetz verankerte Schuldenbremse (siehe auch [Kasten](#)) deutlich entschärft. Zum einen wurde damals ein Sondervermögen für Infrastrukturinvestitionen beschlossen, über das in den kommenden zwölf Jahren 500 Mrd Euro am Kapitalmarkt aufgenommen und ausgegeben werden sollen, ohne dass dies auf die Schuldenbremse angerechnet wird. Zum anderen wird seitdem der Teil der Verteidigungsausgaben, der über 1% des Bruttoinlandsproduktes hinausgeht, nicht mehr auf die Schuldenbremse angerechnet. Durch diesen Änderungen wird es dem Bund ermöglicht, im kommenden Jahr neue Schulden in Höhe von 174 Mrd Euro aufzunehmen, von denen Anfang 2022 – also vor der Errichtung des Sondervermögens für die Bundeswehr – nur gut 36 Mrd erlaubt gewesen wären.

## ... aber für die Regierung wohl immer noch zu strikt, ...

Trotz dieser faktischen spürbaren Lockerung der Schuldenbremse befindet sich die Bundesregierung in Finanznöten. Denn die vor einigen Wochen vorgelegte Finanzplanung für die Jahre 2027 bis 2029 ist offensichtlich auf Kante genäht. So wird die Schuldenbremse auch in ihrer aktuellen Form bis zum äußersten ausgereizt, und die Investitionsquote im Kernhaushalt liegt in allen Jahren nur knapp über 10% und ist damit gerade so hoch, dass der Einsatz der Mittel des Sondervermögens erlaubt ist. Trotzdem fehlen nach Aussage der Regierung in den Jahren 2027-2029 insgesamt mehr als 170 Mrd Euro (Chart 1)

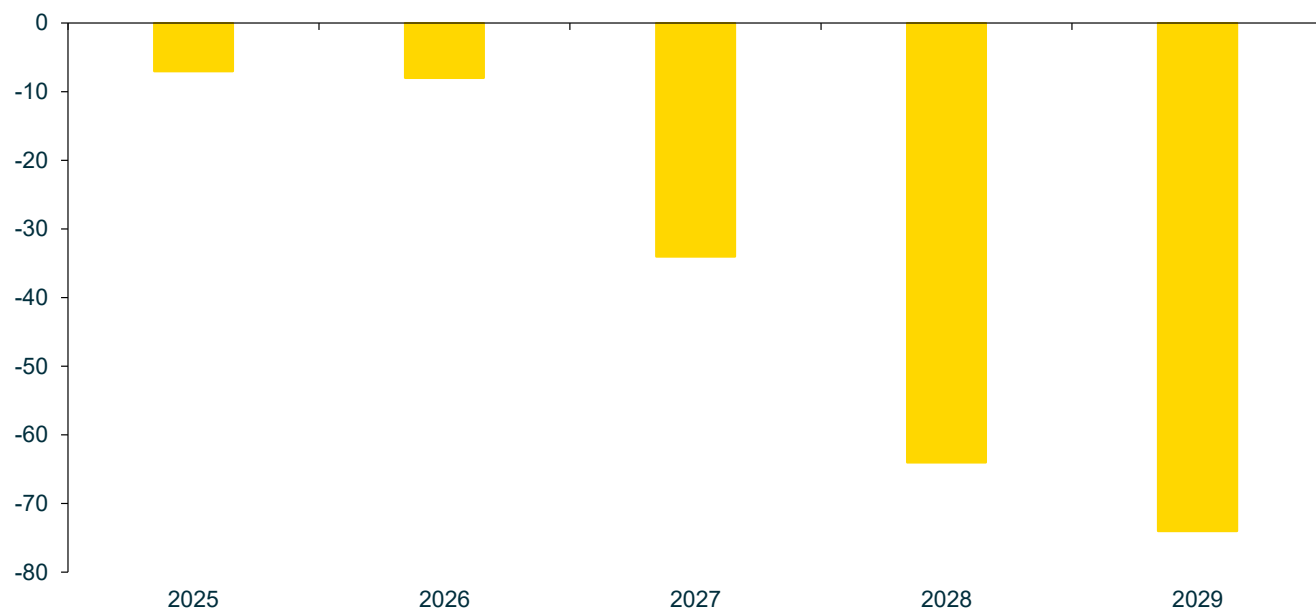
### Inhalt

Schuldenbremse bereits deutlich entschärft, ...	1
... aber für die Regierung wohl immer noch zu strikt, ...	1
... weshalb sie nun wohl auch offiziell gelockert werden soll	2
Noch mehr Investitionen ...	3
... erst einmal kaum möglich	4
Eine generelle Lockerung der Schuldenbremse ...	4
... oder zumindest eine Verschiebung der Tilgung der Notkredite?	4
Reform wird Finanzprobleme der Regierung kaum lösen	4
Kasten: Die Schuldenbremse	5



### Chart 1 - Große Löcher in der Finanzplanung

"Globale Minderausgaben" bzw. "globale Mehreinnahmen" in den Bundeshaushalten für 2025 und 2026 sowie der Finanzplanung bis 2029, in bn Euro



Quelle: Bundesregierung, Medienberichte, Commerzbank-Research

### ... weshalb sie nun wohl auch offiziell gelockert werden soll

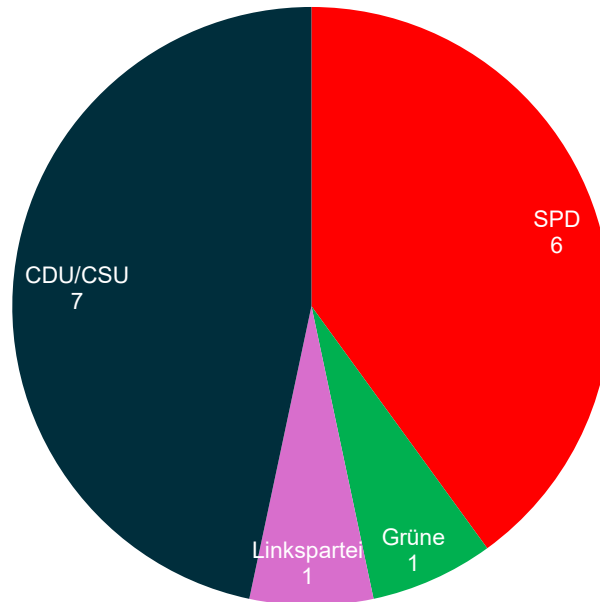
Vor diesem Hintergrund kann es nicht überraschen, dass die Regierung die bereits im Koalitionsvertrag vereinbarte Reform der Schuldenbremse vorantreibt. So wird nach Medienberichten diese Woche eine Kommission die Arbeit aufnehmen, die bis Mitte November Vorschläge für Änderungen bei der Schuldenbremse vorlegen soll. Nach dem Koalitionsvertrag soll diese Reform bis Ende des Jahres umgesetzt werden, wobei zuletzt allerdings vom März des kommenden Jahres die Rede war.

Dabei spricht die Zusammensetzung der Kommission dafür, dass ihre Vorschläge auf eine Lockerung der Schuldenbremse abzielen werden. Denn die von SPD, Grünen und der Linkspartei nominierten Mitglieder werden zusammen eine Mehrheit in der Kommission haben (Chart 2), und diese Parteien fordern eine weitere Lockerung. Allerdings dürfte es aus den Reihen der von CDU und CSU vorgeschlagenen Mitgliedern durchaus Widerstand gegen eine weitere Lockerung der Regel geben.



## Chart 2 - Wohl Mehrheit für Befürworter einer weiteren Lockerung der Schuldenbremse

Anzahl der Mitglieder der Kommission für die Reform der Schuldenbremse, die von der jeweiligen Partei vorgeschlagen wurden



Quelle: Bundesfinanzministerium, Commerzbank-Research

Abzuwarten bleibt, ob sich die "Lager" in der Kommission auf Vorschläge einigen können. Dann dürften diese wohl eher moderat ausfallen. Auszuschließen ist allerdings nicht, dass die Anhänger einer Lockerung ihre knappe Mehrheit nutzen und durchgreifende Änderungen in das Ergebnisprotokoll schreiben werden.

Allerdings wird mit dem Kommissionsbericht noch keine Vorentscheidung über die anstehenden Änderungen fallen. Denn teilweise dürfte für deren Umsetzung eine 2/3-Mehrheit im Bundestag und im Bundesrat notwendig sein. Will die Regierung nicht von AfD-Stimmen abhängig sein, muss sie die Unterstützung von Grünen und Linkspartei gewinnen. Allerdings ist es fraglich, ob CDU und CSU zu Verhandlungen mit der Linkspartei bereit sind und – wenn ja – ob solche Verhandlungen am Ende zu einem Ergebnis führen würden.

## Noch mehr Investitionen ...

Nach der Pressemitteilung, in der die Mitglieder der Kommission veröffentlicht wurden, soll die Kommission Änderungen vorschlagen, die "dauerhaft zusätzliche Investitionen in die Stärkung der deutschen Volkswirtschaft über die Laufzeit des Sondervermögens für Infrastruktur und Klimaneutralität hinaus ermöglichen und zugleich eine tragfähige Entwicklung der öffentlichen Finanzen sicherstellen" sollen.

Angesichts dieses Auftrags läge es nahe, die Investitionen im Rahmen der Schuldenbremse anders zu behandeln. So wird immer wieder vorgeschlagen, die entsprechenden Ausgaben bei der Schuldenbremse nicht zu berücksichtigen. Damit ergäben sich für die Regierung offensichtlich zusätzliche Ausgabenspielräume. Allerdings dürfte eine solche Änderung auf den Widerstand der Grünen treffen. Diese hatten im März bei der Einrichtung des Sondervermögens darauf gedrängt, dass nur "zusätzliche" Investitionen aus dem Sondervermögen finanziert werden dürfen. Auf ihr Drängen wurde deshalb in das Grundgesetz aufgenommen, dass die Mittel aus dem Sondervermögen nur verwendet werden dürfen, wenn mindestens 10% der Ausgaben des Kernhaushalts – also des Bundeshaushalts ohne die verschiedenen Sondervermögen – in Investitionen fließen.



## **... erst einmal kaum möglich**

Eine Lösung wäre, die Investitionen in Zukunft ähnlich zu behandeln wie die Verteidigungsausgaben, also z.B. alle über den Kernhaushalt finanzierten Investitionen, die über eine Investitionsquote von 10% hinausgehen, bei der Schuldenbremse herauszurechnen. Mehr Investitionen würden hierdurch aber kaum ermöglicht. Denn es ist schon fraglich, ob die aktuell für die kommenden Jahre eingeplanten und über das Sondervermögen finanzierten Investitionen wie geplant umgesetzt werden können. Und sollten tatsächlich noch mehr Investitionen möglich sein, könnten die Mittel aus dem Sondervermögen auch früher abgerufen werden. Folglich würde eine solche Änderung der Schuldenbremse dem Bund die Finanzierung von Investitionen erst dann erleichtern, wenn der Finanzierungsspielraum über das Sondervermögen ausgeschöpft ist. Dies wird allerdings erst im nächsten Jahrzehnt der Fall sein. Somit wäre mit einer solchem Vorschlag zwar der Auftrag der Kommission erfüllt, an den in der Finanzplanung für die Jahre 2027 bis 2029 klaffenden Löcher würde sich aber nichts ändern.

## **Eine generelle Lockerung der Schuldenbremse ...**

Hierfür müsste die Schuldenbremse wohl allgemein gelockert werden, also dem Bund generell eine höhere Neuverschuldung erlaubt werden. Derzeit dürfen der Bundeshaushalt und – seit März – auch die Länderhaushalte jeweils ein um konjunkturelle Effekte bereinigte Fehlbeträge von 0,35% aufweisen. Diese Obergrenzen könnten angehoben werden. Allerdings würde eine solche Maßnahme sehr offensichtlich in erster Linie darauf abzielen, der Regierung das Leben leichter zu machen, was gerade in den Teilen von CDU und CSU negativ aufgenommen werden dürfte, die schon der im Frühjahr erfolgten Lockerung der Schuldenbremse kritisch gegenüberstanden, und es ist fraglich, ob der Kanzler einen solchen Konflikt in seiner Regierung riskieren wird.

## **... oder zumindest eine Verschiebung der Tilgung der Notkredite?**

Etwas verringert würde der Konsolidierungsdruck, wenn die während der Pandemie und der Energiekrise aufgenommenen "Notlagenkredite" sowie die für das Bundeswehr-Sondervermögen aufgenommenen Kredite später getilgt würden. Nach der aktuellen Beschlusslage soll dies ab 2028 bzw. spätestens ab 2031 passieren. Dies würde den Bundeshaushalt ab 2028 mit gut 9 Mrd Euro und spätestens ab 2031 mit etwas mehr als 14 Mrd Euro belasten (Chart 3) [1].

Da im Grundgesetz nur festgelegt ist, dass die Tilgung der Notlagenkredite "binnen eines angemessenen Zeitraums zu erfolgen" hat und dieses "angemessen" nicht näher definiert ist, würde eine Verschiebung der Tilgung zumindest nicht offensichtlich gegen dessen Regelungen verstoßen. Für eine spätere Tilgung der Schulden des Bundeswehr-Sondervermögens müsste das entsprechende Ausführungsgesetz geändert werden, wofür eine einfache Mehrheit im Bundestag ausreichen würde. Allerdings ist es nicht sicher, ob eine solche Verschiebung einer Prüfung durch das Bundesverfassungsgericht standhalten würde, auch weil die Gefahr bestünde, dass die Tilgung am Ende nie erfolgen würde.

## **Reform wird Finanzprobleme der Regierung kaum lösen**

Anders als von manchem Politiker vielleicht erhofft dürften die sich für die kommenden Jahre abzeichnenden Finanzprobleme wohl kaum durch eine Lockerung der Schuldenbremse gelöst oder zumindest spürbar gemindert werden. Darum werden die Staatsfinanzen ein dauernder Konfliktpunkt innerhalb der Regierungskoalition bleiben.

Dies gilt umso mehr, als die Regierung schon mit den jetzt beschlossenen Finanzpolitik die EU-Regeln schon weit dehnt. 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 weitere Lockerung der schon jetzt expansiven



deutschen Finanzpolitik sicherlich als Signal interpretieren, bei diesen Bemühungen weniger Ehrgeiz zu zeigen, womit der Anstieg der bereits 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. Seit der Grundgesetzänderung vom März dieses Jahres dürfen auch die Bundesländer ein um konjunkturelle Effekte bereinigtes Defizit in Höhe von 0,35% des Bruttoinlandsproduktes 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 [2] oder per Rechtsverordnung festgelegt wurden.

Im Frühjahr 2022 und im März dieses Jahres wurden zwei Sondervermögen geschaffen, über die Kredite aufgenommen werden können, die nicht auf die Schuldenbremse angerechnet werden. Über das Sondervermögen Bundeswehr können Kredite von bis zu 100 Mrd Euro, für das Sondervermögen Infrastruktur und Klimaneutralität Kredite von bis zu 500 Mrd Euro aufgenommen werden. Zudem wurde im vergangenen Frühjahr im Grundgesetz verankert, dass (recht weit gefasste) Verteidigungsausgaben nur bis zu einer Höhe von 1% des Bruttoinlandsproduktes bei der Schuldenbremse angerechnet werden. ([zurück zum Text](#))

[1] 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. Ab 2044 müssen nach dem Entwurf des Ausführungsgesetzes auch die über das Sondervermögen für Infrastrukturinvestitionen aufgenommenen Kredite getilgt werden, womit sich die aktuelle Bundesregierung aber kaum beschäftigen wird. ([zurück zum Text](#))

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



## Analysts

**Dr. Ralph Solveen** <sup>AC</sup>

Stellv. Leiter Economic Research

+49 69 9353 45622

ralph.solveen@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 8/9/2025 09:17 CEST fertiggestellt und am 8/9/2025 09:17 CEST 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, die am Anfang dieses Berichts mit AC bezeichnet werden, bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigene Einschätzung zu den betreffenden Wertpapieren und Emittenten genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Vergütung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen.

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 Neuauflage 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 04/1313 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 2025. Alle Rechte vorbehalten. Version 25.03

<b>Frankfurt</b>	<b>London</b>	<b>New York</b>	<b>Singapore</b>
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