



Stühlerücken in der EZB

Die EZB wird momentan als falkenhaft wahrgenommen. Aber Vorsicht: Spätestens Ende nächsten Jahres könnte die EZB anders aussehen. Direktorin Schnabel wird die EZB bereits im Januar verlassen, auch Präsidentin Lagarde scheint auf dem Sprung zu sein. Im Mai endet zudem die Amtszeit von Chefvolkswirt Lane. Wir gehen davon aus, dass die von uns ohnehin als taubenhaft eingestufte EZB tendenziell noch taubenhafter wird.

Dr. Marco Wagner^{AC}

Das Personalrad dreht sich munter

Schon die vergangenen anderthalb Jahre waren bei der EZB aus Personalsicht turbulent. Im 27-köpfigen EZB-Rat gab es insgesamt acht Neuzugänge. So haben bei insgesamt sieben nationalen Notenbanken die Spitzen gewechselt, im Januar kam mit Bulgariens Beitritt zum Euroraum ein weiterer Notenbankgouverneur hinzu.

In den kommenden Monaten bis Ende 2027 ist das EZB-Direktorium an der Reihe. Für drei der sechs Direktoren wird die Amtszeit enden, wobei Präsidentin Lagarde und Direktorin Schnabel bereits vor dem offiziellen Ende ihrer Amtszeit ihre Posten räumen könnten. Gestern wurde bekannt und von der **EZB bestätigt**, dass Schnabel bereits Anfang Januar zum Internationalen Währungsfonds (IWF) wechseln und dort die Abteilung für Geld und Kapitalmärkte leiten wird. Das wirft die Frage auf, in welche grundsätzliche geldpolitische Richtung – eher taubenhaft oder eher falkenhaft – sich die EZB mit einem neuen Führungspersonal bewegen wird. Gerade die drei vakant werdenden Positionen sind für die Mitgliedsländer interessant, weil diese den EZB-Rat und damit die Geldpolitik entscheidend lenken können. Nach dem Präsidenten gilt neben dem Chefvolkswirt die Position für Marktoperationen, das derzeit von Schnabel geführt wird, als das machtvollste und operativ einflussreichste Ressort der Europäischen Zentralbank.[1]

Wer wird Lagarde beerben?

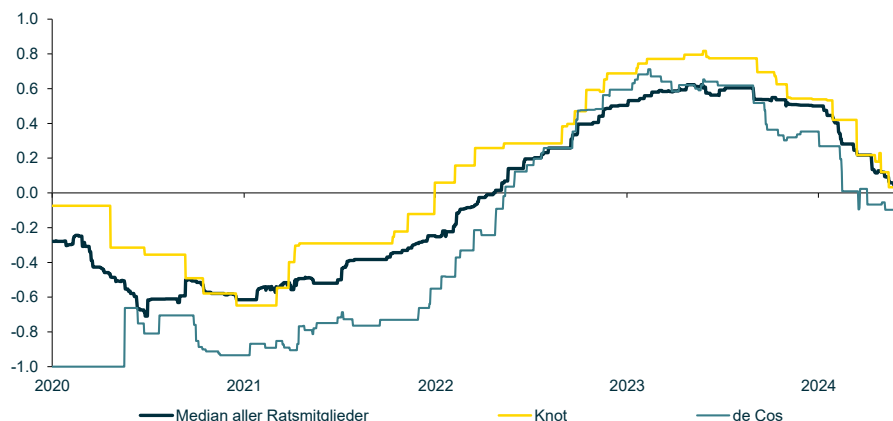
Wer die vakant werdenden Positionen füllen wird, ist noch sehr unsicher. Von Bloomberg befragte Ökonomen sehen mehrheitlich den früheren Notenbankgouverneur Spaniens, Pablo Hernandez de Cos, als Favorit für Lagardes Nachfolge, gefolgt vom früheren Präsidenten der niederländischen Zentralbank, Klaas Knot. Bundesbankpräsident Nagel werden hingegen kaum Chancen eingeräumt. So hat die deutsche Regierung bisher keine Anstalten gemacht, seine Kandidatur zu unterstützen, vermutlich auch weil Deutschland mit Ursula von der Leyen und Claudia Buch den Vorsitz bei der EU-Kommission bzw. der Europäischen Bankenaufsicht innehat. Tatsächlich sprechen für de Cos einige Argumente:

- Anders als Knot ist er nach seiner Amtszeit als Gouverneur der spanischen Notenbank und damit Mitglied des EZB-Rats (Juni 2018 bis Juni 2024) im geldpolitischen Geschäft geblieben. Seit Juli 2025 ist der Spanier Generaldirektor der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Hingegen hat Knot seit seinem Abschied als Notenbankgouverneur im Juli 2025 kein offizielles Amt mehr inne, was seine öffentliche Sichtbarkeit verringert. Allerdings zeigt er nach wie vor Präsenz und nimmt an hochrangigen Diskussionen zu geldpolitischen Themen und Fragen der Finanzstabilität teil.
- Seit Bestehen der EZB gab es noch keinen Präsidenten aus Spanien, wohingegen die Niederlande mit Wim Duisenberg von Juni 1998 bis Mai 2003 den ersten EZB-Präsidenten gestellt haben.
- Auch die grundsätzliche geldpolitische Ausrichtung spricht eher für de Cos. Nach unserer KI-gestützten Analyse der Reden, Interviews und Kommentare hat sich de Cos während seiner aktiven Zeit im EZB-Rat nahezu durchweg spürbar taubenhafter geäußert als sein niederländischer Amtskollege (Chart 1). Für diese Analyse lassen wir ein Large Language Modell die Äußerungen der EZB-Ratsmitglieder in Abstufungen von "taubenhaft" bis "falkenhaft" als Index von -1 bis +1 klassifizieren (für Details zum Modell siehe **Economic Insight "ChatECB-Modell signalisiert Bereitschaft zur Zinserhöhung"**) und bilden daraus für jedes Ratsmitglied eine eigene Zeitreihe. Ein Vergleich mit dem Median über alle EZB-Ratsmitglieder deutet darauf, dass de Cos zu den geldpolitischen Tauben zählt, auch wenn er sich während der Hochinflationsphase 2022/23 streckenweise kommunikativ sogar etwas über dem Median bewegte. Demgegenüber galt Knot über viele Jahre als geldpolitischer Falke. Scheinbar erst mit seinen aufkommenden Ambitionen auf die Nachfolge Lagardes änderte sich seine Kommunikation hin ins neutrale Lager. Gerade vor dem Hintergrund der in etlichen Ländern wieder steigenden Staatsschulden – und in Erinnerung daran, mit welcher Vehemenz der taubenhafte Draghi die Staatsschuldenkrise bekämpfte – dürften viele Regierungen einen taubenhaften EZB-Präsidenten bevorzugen.



Chart 1 - De Cos taubenhafter als Knot

Interpretation der Kommunikation der EZB-Ratsmitglieder von falkenhaft (+1) bis taubenhaft (-1), gleitender Durchschnitt über 20 Reden eines jeden Ratsmitglieds; Median über alle Ratsmitglieder



Quelle: Commerzbank-Research

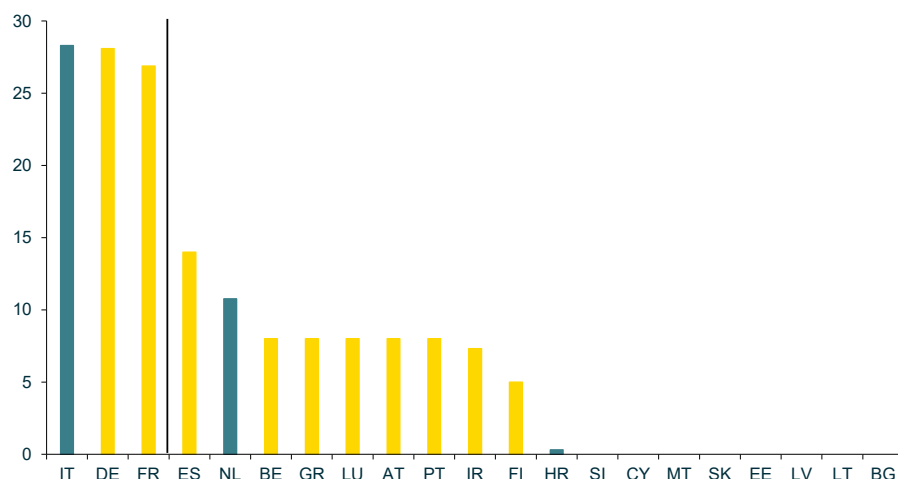
Wer könnte noch ins Direktorium einziehen?

Wie die anderen beiden Posten im Direktorium besetzt werden, ist noch unsicherer als die Person der nächsten EZB-Präsidenten. Am hilfreichsten dürfte sein, sich mittels eines Ausschlussprinzips anzunähern:

- **Keine Doppelmandate:** Mit dem Weggang von Lagarde, Schnabel und Lane wären im EZB-Direktorium Italien, die Niederlande und Kroatien vertreten (Chart 2, blaue Säulen). Nach einer ungeschriebenen Regel sind Doppelbesetzungen ausgeschlossen, so dass weitere Vertreter aus diesen Ländern nicht in Frage kommen dürften.
- **"Ständige Sitze" für die drei größten Länder:** Eine weitere ungeschriebene Regel war bislang, dass Deutschland, Italien und Frankreich mehr oder weniger immer je einen Sitz im EZB-Direktorium haben, während sich die kleinen Länder die verbleibenden drei Sitze teilen (Chart 2, linke Seite). Sofern die Euroländer an dieser Praxis festhalten und de Cos EZB-Präsident wird, dürften die anderen beiden EZB-Direktoren aus Deutschland und Frankreich kommen. Schon als vor Monaten über die potenzielle Nachfolge von Lagarde diskutiert wurde, waren in Frankreich mit Agnès Bénassy-Quéré und Hélène Rey zwei Wirtschaftsprofessorinnen im Gespräch, in das Männer dominierte Gremium berufen zu werden. Presseberichten zufolge scheint Frankreich Ambitionen auf das Amt des einflussreichen Chefvolkswirts zu hegen, der zu Beginn einer jeden geldpolitischen Sitzung die makroökonomische Situation einordnet und schließlich einen geldpolitischen Vorschlag unterbreitet.

Chart 2 - Italien, Deutschland, Frankreich mit "ständigem Sitz" im EZB-Direktorium

Zeit der Vertreter der Euroländer im EZB-Direktorium, in Jahren



Quelle: EZB, Commerzbank-Research

Gibt es eine alternative Besetzung?

Eine Alternative zu diesem Szenario wäre eine Präsidentschaft Klaas Knots (für den sein Landsmann Elderson das Feld räumen müsste), zumal Frankreich kürzlich Knot die Unterstützung zugesichert hat, sofern Frankreich den Chef-Volkswirt stellen könne. Dies könnte



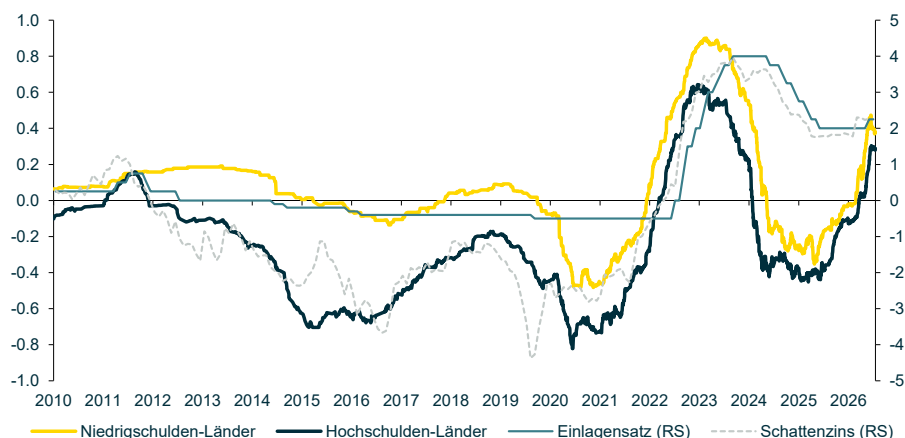
Möglichkeiten für die "kleinen" Euroländer eröffnen: Sollte der Favorit de Cos sich nicht mit einem "einfachen" Direktorenposten zufrieden geben, könnten die kleinen Länder – neben den Niederlanden (die wären dann durch Knot vertreten) und Kroatien – einen Vertreter in das EZB-Direktorium entsenden. Einige von diesen Ländern hatten bereits in der Vergangenheit Direktoren gestellt. Bisher noch nicht an der Reihe waren die ab 2007 mit der Osterweiterung hinzu gekommenen Länder. Insofern dürften Slowenien, Zypern, Malta, Slowakei, Estland, Lettland, Litauen und der Newcomer Bulgarien gute Chancen haben.

Neues Direktorium tendenziell taubenhafter

Unter dem Strich dürfte das neue EZB-Direktorium tendenziell taubenhafter werden. Sollte de Cos tatsächlich die Nachfolge Lagardes antreten, würde eine geldpolitische Taube eine weitgehend neutrale Präsidentin ersetzen. Mögliche Vertreter Frankreichs dürften entsprechend der Tradition ebenfalls eher auf der taubenhaften Seite stehen. So war der frühere Notenbankgouverneur Villeroy de Galhau ein typischer Vertreter des Taubenlagers, genauso wie sein Nachfolger und amtierender Gouverneur Moulin. Im Übrigen deuten unsere Untersuchungen darauf hin, dass Repräsentanten aus Ländern, die über weite Strecken eine Schuldenquote höher als 90% aufwiesen, im Median sichtbar taubenhafter auftreten (Chart 3).

Chart 3 - Länder mit hohen Schulden eher taubenhafter

ChatECB-Indikator: Interpretation der Kommunikation der EZB-Ratsmitglieder von falkenhaft (+1) bis taubenhaft (-1), Durchschnitt über 20 Reden; Median über alle Ratsmitglieder aus Ländern mit streckenweise hohen Schuldenquoten (über 90%)



Quelle: Commerzbank-Research

Der neue deutsche Vertreter könnte sich – sofern Schnabel und Nagel ein Beispiel geben oder die deutsche Präferenz widerspiegeln – im Bereich moderat falkenhaft bis neutral bewegen. In jedem Fall dürfte Deutschland keinen klaren Falken entsenden nach den Erfahrungen mit Weidmann, der mit seinen ausgesprochen falkenhaften Argumenten kaum noch zu seinen Amtskollegen durchdringen konnte. Die osteuropäischen Länder scheinen laut unserem Hawkometer, mit einzelnen Ausnahmen, eine Präferenz für Vertreter einer taubenhaften Geldpolitik zu haben (Chart 4).

Chart 4 - Taubenmehrheit im EZB-Rat

Commerzbank-Einschätzung zur geldpolitischen Grundhaltung der EZB-Ratsmitglieder

	Falken	Moderate Falken	Neutrale	Moderate Tauben	Tauben			
Direktorium	 Schnabel (DE) Executive Board	 Elderson (NL) Executive Board	 Lagarde (FR) Präsidentin	 Vjčić (HR) Vize-Präsident	 Lane (IR) Executive Board	 Cipollone (IT) Executive Board		
Vertreter nationaler Notenbanken	 Radev Bulgaria	 Sijpen Netherlands	 Wunsch Belgium	 Nagel Germany	 Moulin France	 Makhrouf Ireland	 Panetta Italy	 Stournaras Greece
	 Reinesch Luxembourg	 Kazimír Slovakia	 Santos Pereira Portugal	 Kaasik Estonia	 Dolenc Slovenia	 Escrivá Spain	 Rehn Finland	 Patsalides Cyprus
			 Zgornj Croatia	 Kočer Austria	 Kaulits Latvia	 Šimkus Lithuania		
							 Demarco Malta	

Quelle: Commerzbank-Research

Keine Zinserhöhungen mehr?



Geldpolitisch taubenhaft oder falkenhaft bedeutet in unserem Kontext die grundsätzliche geldpolitische Einstellung. In unseren Prognosen äußert sich dieses Grundverständnis für den EZB-Rat beispielsweise darin, dass sich der Rat grundsätzlich schwer tut mit Zinserhöhungen, hingegen rasch Zinssenkungen bevorzugt. Auch wenn sich der EZB-Rat hin zu einem noch etwas taubenhafteren Gremium entwickeln dürfte, bedeutet dies nicht, dass Zinserhöhungen in Zukunft ausgeschlossen sind. Angesichts der weiterhin erhöht bleibenden Inflation prognostizieren wir eine weitere Zinserhöhung im Dezember.

[1] Beispielsweise schlägt dieses Ressort in Phasen extremer Marktpanik (wie beim Ausbruch der Corona-Pandemie oder bei Spekulationen gegen einzelne Euro-Staaten) dem EZB-Rat die Notfall-Maßnahmen vor. Bei unorthodoxen geldpolitischen Maßnahmen wie dem Anleihekaufprogramm entscheidet es maßgeblich über das operative Design, das Tempo und die Durchführung dieser Käufe. ([Zurück zum Text.](#))



Analysts

Dr. Jörg Krämer ^{AC}

Chefvolkswirt

+49 69 136 23650

joerg.kraemer@commerzbank.com

Bernd Weidensteiner ^{AC}

Senior Economist

+49 69 9353 45625

bernd.weidensteiner@commerzbank.com

Wir weisen darauf hin, dass diese Ausarbeitung am 25/9/2026 07:15 CEST fertiggestellt und am 25/9/2026 07:15 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 U.S.-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-Swaphändler 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. Nicht alle in diesem Dokument genannten Finanz- oder sonstigen Instrumente sind innerhalb Japans verfügbar. 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 2026. Alle Rechte vorbehalten. Version 26.03

Frankfurt

Commerzbank AG
DLZ - Gebäude 2, Händlerhaus
Mainzer Landstraße 153
60327 Frankfurt
Tel: + 49 69 136 21200

London

Commerzbank AG
PO BOX 52715
30 Gresham Street
London, EC2P 2XY
Tel: + 44 207 623 8000

New York

Commerz Markets LLC
225 Liberty Street, 32nd floor,
New York,
NY 10281-1050
Tel: + 1 212 703 4000

Singapore

Commerzbank AG
128 Beach Road
#17-01 Guoco Midtown
Singapore 189773
Tel: +65 631 10000