



Branchenanalysen

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG



Mittelstand hofft auf Fiskalpakete, zweifelt aber an Bundesregierung

- » **Mittelstand traut Bundesregierung geringere Problemlösungs-Kompetenz zu als noch im Frühjahr.**
- » **Einen branchenübergreifenden Impuls der Fiskalpakete für die deutsche Wirtschaft und das eigene Unternehmen erwarten 37% der Befragten.**
- » **Allerdings befürchten mit 44% noch mehr Mittelständler, dass dieser Impuls verpufft.**

Zusammenfassung

In Problemfeldern wie Wirtschaftswachstum, Infrastruktur, Bürokratiebelastung, Wettbewerbsfähigkeit oder Steuerbelastung trauen die befragten Unternehmen der Bundesregierung eine geringere Lösungskompetenz zu als noch im Frühjahr, zumeist sogar eine deutlich geringere.

Trotz der ernüchternden Bewertung der Regierung erwarten sich besonders größere Mittelständler und Großbetriebe im Bau- und im Dienstleistungsgewerbe Vorteile von den beträchtlichen Mitteln, die der Regierung mit Sondervermögen für Infrastruktur und Aussetzung der Schuldenbremse für Verteidigung zur Verfügung stehen.

Die Ausgaben der beiden Fiskalpakete dürften nach den Ergebnissen unserer Mittelstands-Sonderumfrage zwar keinen allgemeinen Wirtschaftsboom auslösen. In einigen Branchen rechnet aber ein durchaus nennenswerter Anteil der Befragten mit positiven direkten und indirekten Auswirkungen.

Mittelstand bewertet Problemlösungs-Kompetenz der Regierung schlechter als im Frühjahr Saldo der Antworten



Quelle: VR Mittelstandsumfrage Frühjahr 2025, DZ BANK; Mehrfachnennungen möglich
Frage: „Welche der folgenden Aspekte trauen Sie der Bundesregierung zu?“

VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:
15.12.2025 08:53 Uhr

INHALT

VERTRAUEN IN BUNDESREGIERUNG SINKT	2
DIE FISKALPAKETE AUS SICHT DES	
MITTELSTANDS	
Überblick	4
Infrastruktur	5
Höhere Verteidigungsausgaben	6
FAZIT	
I. IMPRESSUM	

Ersteller:
Dr. Claus Niegisch, Economist

VERTRAUEN IN BUNDESREGIERUNG SINKT

Die anhaltende Konjunkturschwäche setzt den mittelständischen Unternehmen in Deutschland immer mehr zu. Daher richten sie ihre Hoffnung auch auf rasche und wirksame wirtschaftspolitische Maßnahmen der schwarz-roten Bundesregierung. Schließlich hat diese einen „Herbst der Reformen“ angekündigt. Zudem steht ihr mit dem Sondervermögen für Infrastruktur in Höhe von insgesamt 500 Mrd. Euro sowie der Aussetzung der Schuldenbremse für Verteidigungs- und Sicherheitsausgaben, die 1% des Bruttoinlandsprodukts übertreffen, deutlich mehr Geld als der Vorgängerregierung zur Verfügung. Allerdings werden sich Investitionen aus diesen Töpfen erst langfristig positiv auf die deutsche Wirtschaft auswirken.

Im Rahmen unserer [Mittelstandsstudie](#) hatten wir in diesem Frühjahr über 1.000 Mittelständler gefragt, was sie einer neuen Bundesregierung zutrauen. Schon damals fielen die Antworten nur in manchen Teilespekten wirklich positiv aus: Bei der erwünschten Rückkehr zu Wirtschaftswachstum und der Verbesserung der Infrastruktur lag die Zustimmungsrate jeweils bei rund 60%. Ebenso viele Mittelständler trauten der Bundesregierung im Gegensatz zur vorangegangenen Ampel-Regierung ein Durchhalten bis zum Ende der Legislaturperiode zu.

Immerhin noch über 40% der mittelständischen Unternehmen rechneten mit erfolgreichen Maßnahmen zur Erhöhung der Planungssicherheit der Unternehmen und mit Energiekostensenkungen. An eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit oder eine Bürokratieentlastung durch die Politik der neuen Regierung glaubte bereits nur noch gut ein Drittel der Befragten. Bei der Hoffnung auf Steuersenkungen war es nur noch ein Viertel und eine Verbesserung beim Fachkräftemangel trauten einer neuen Bundesregierung damals sogar nur 13% zu.

In einer Sonderumfrage haben wir ein halbes Jahr später die gleichen Fragen erneut mehr als 1.000 mittelständischen Unternehmen gestellt, um zu sehen, wie die ersten Maßnahmen der Bundesregierung im deutschen Mittelstand angekommen sind. Die Umfrageergebnisse fallen allerdings recht ernüchternd aus. In fast allen Problemfeldern trauen die befragten Unternehmen der Regierung mittlerweile eine geringere Lösungskompetenz zu als noch im Frühjahr, zumeist sogar eine deutlich geringere. Lediglich bei der Verbesserung des Fachkräftemangels gab es einen leichten Anstieg von 13% auf 15%. Die Zustimmungsrate bleibt damit aber weiter gering.

Anhaltende Konjunkturschwäche setzt Mittelstand immer mehr zu

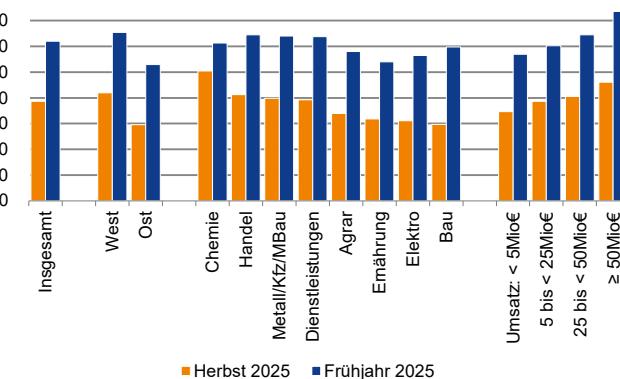
Im Frühjahr trauten 60% der Mittelständler der Regierung Wachstum und bessere Infrastruktur zu

Über 40% rechneten mit mehr Planungssicherheit und Energiekostensenkungen

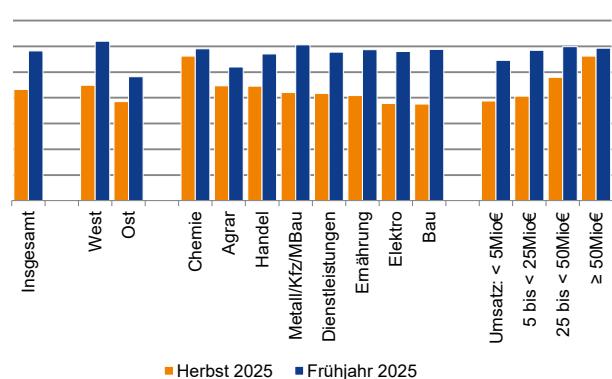
In diesem Herbst fallen die Ergebnisse deutlich ernüchternder aus

Bei diesen Aspekten ist der Mittelstand zwar noch einigermaßen zuversichtlich hinsichtlich der Bundesregierung, die Zustimmung sank aber

Rückkehr zu Wirtschaftswachstum
In % der Befragten

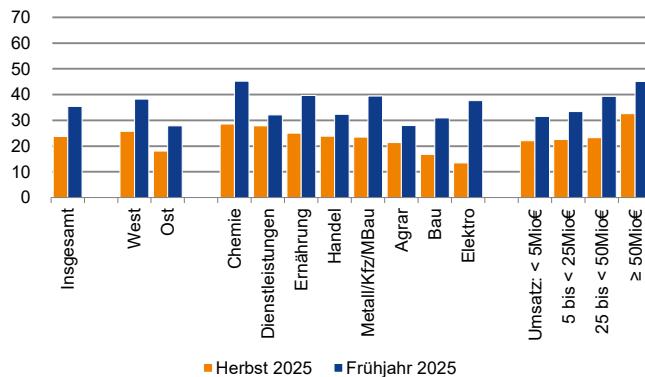


Verbesserung der Infrastruktur
In % der Befragten

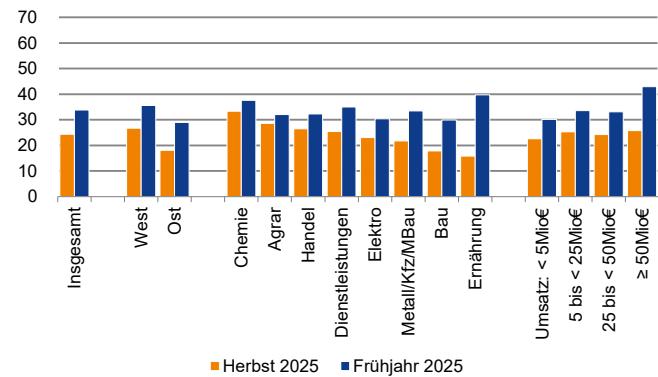


Bei diesen Problemen zeigt sich der Mittelstand noch weniger zuversichtlich hinsichtlich der Bundesregierung als im Frühjahr

Bürokratieentlastung
In % der Befragten



Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit
In % der Befragten



Quelle: VR Mittelstandsumfrage Frühjahr 2025, DZ BANK

Frage: „Welche der folgenden Aspekte trauen Sie der Bundesregierung zu: Weniger Bürokratie bzw. Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit?“

Besonders bemerkenswert an dem binnen eines halben Jahres tendenziell deutlich gesunkenen Vertrauen in die Problemlösungs-Kompetenz der Bundesregierung ist, dass sich diese Sichtweise weitgehend in allen hier betrachteten Branchen und Unternehmensgrößenklassen wiederfindet. Eine Konjunkturbelebung erhoffen sich von der Bundesregierung jetzt etwa nur noch knapp 40% der Befragten. Tendenziell höher fällt die Zustimmung dabei mit steigender Unternehmensgröße aus. Überdurchschnittlich ist sie zudem bei den Mittelständlern in der Chemieindustrie und im Handel sowie in Westdeutschland. Schlusslichter sind das Ernährungsgewerbe, die Elektroindustrie und das Baugewerbe.

Ein sehr ähnliches Ergebnis zeigt sich auch bei der Frage nach einer Verbesserung der Infrastruktur. Auch hier fällt die Zustimmung der Mittelständler aus dem Baugewerbe am geringsten aus. Dabei sollte mit dem Tiefbau zumindest ein Segment dieser Branche eigentlich am meisten vom Sondervermögen für Infrastruktur profitieren können.

Bei den Problemen der Bürokratiebelastung und der Wettbewerbsfähigkeit erwartet nur noch rund ein Viertel der Befragten eine Verbesserung durch die Regierung. In Ostdeutschland sind es sogar jeweils unter 20%. Daran dürfte auch die erste angekündigte Bürokratie-Entlastung mit acht Gesetzentwürfen nichts ändern. Am höchsten fällt die Zustimmungsrate auch bei diesen beiden Problemfeldern bei den mittelständischen Chemiebetrieben aus. Bei der Bürokratieentlastung setzen zudem noch die großen Mittelständler mit einem Jahresumsatz von über 50 Mio. Euro überproportional auf die Kompetenz der Bundesregierung. Bei der Wettbewerbsfähigkeit spielen etwaige Unterschiede hinsichtlich der Unternehmensgröße dagegen keine Rolle.

Dies gilt auch für die Hoffnung auf Steuersenkungen, die nur noch weniger als 20% der Befragten teilen. Im Gegensatz zu den weiter oben behandelten Problemen trauen aktuell jedoch mehr Mittelständler in der Elektroindustrie der Regierung Steuersenkungen zu als noch im Frühjahr. Bei den großen Mittelständlern mit einem jährlichen Umsatz von über 50 Mio. Euro blieb das Umfrageergebnis immerhin stabil. Dagegen rechnen die Mittelständler in allen weiteren Größenklassen und Branchen auch bei diesem Aspekt nicht mit einem Regierungs-Erfolg. Dabei ging sie das Problem immerhin mit dem Investitionsbooster, einer degressiven Abschreibung für Ausrüstungsinvestitionen von bis zu 30% pro Jahr, an. Die beschlossene Körperschaftssteuersenkung ab 2028 dürfte den Unternehmen dagegen zu spät kommen.

Ernüchterung erstreckt sich auf alle Branchen und Größenklassen, ...

... Zustimmung steigt aber tendenziell mit Unternehmensgröße

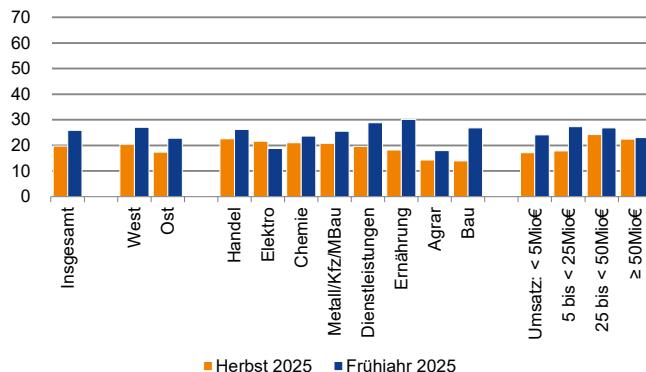
Bau bei Wirtschaftswachstum und Infrastrukturverbesserung am skeptischsten

Lösung bei Bürokratiebelastung und besserer Wettbewerbsfähigkeit erwartet nur noch ein Viertel, ...

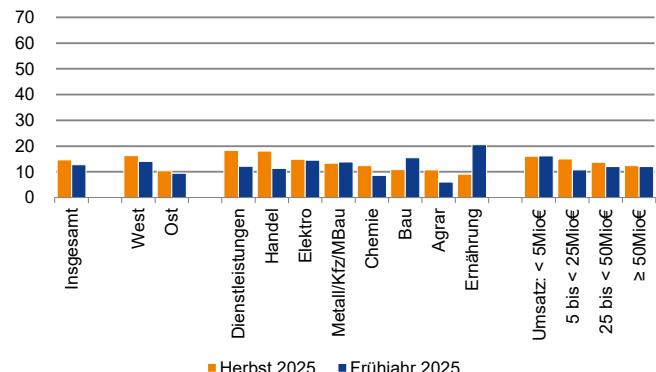
... Hoffnung auf Steuersenkungen teilen sogar nur noch knapp 20%

Bei diesen Aspekten sind die Zweifel am Erfolg der neuen Bundesregierung immer noch am höchsten

Steuersenkungen
In % der Befragten



Verbesserung des Fachkräftemangels
In % der Befragten



Quelle: VR Mittelstandsumfrage Frühjahr 2025, DZ BANK

Frage: „Welche der folgenden Aspekte trauen Sie der Bundesregierung zu: Steuersenkungen bzw. Verbesserung des Fachkräftemangels?“

Ein anderes Bild zeigt sich immerhin beim Fachkräftemangel. Hier erhoffen sich mittlerweile deutlich mehr Mittelständler im Dienstleistungsgewerbe, im Handel, in der chemischen Industrie und im Agrarsektor eine Verbesserung durch wirtschaftspolitische Maßnahmen. Tendenziell nimmt das Vertrauen auf die Bundesregierung hier mit kleinerer Unternehmensgröße zu.

Nur beim Fachkräftemangel setzen mehr Mittelständler auf die Regierung als im Frühjahr

DIE FISKALPAKETE AUS SICHT DES MITTELSTANDS

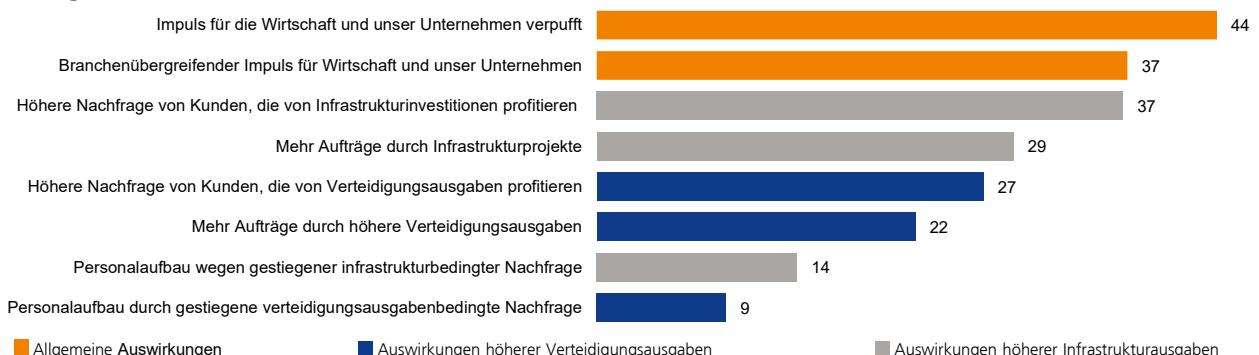
Überblick

Angesichts der beträchtlichen Mittel, die der Bundesregierung mit dem Sondervermögen für Infrastruktur und der Aussetzung der Schuldenbremse zur Verfügung stehen, wollten wir von den deutschen Mittelständlern auch wissen, was sie sich von diesen Fiskalpaketen für die deutsche Wirtschaft insgesamt, aber auch für ihr Unternehmen erhoffen. Einen branchenübergreifenden Impuls für die deutsche Wirtschaft und das eigene Unternehmen erwarten immerhin 37% der Befragten. Allerdings befürchten mit 44% noch mehr Mittelständler, dass dieser Impuls verpufft.

37% erwarten von Fiskalpaketen branchenübergreifenden Impuls für Unternehmen und Wirtschaft, ...

... 44% sagen aber, dass dieser Impuls verpuffen wird

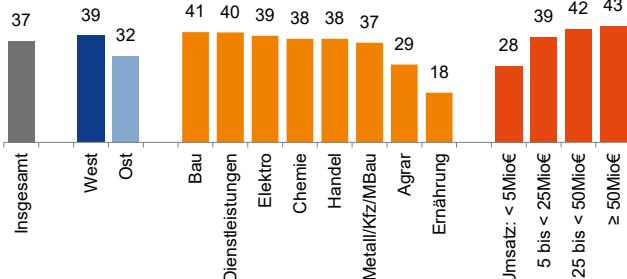
Mehr als ein Drittel der Mittelständler erwarten Vorteile aus den Fiskalpaketen, viele denken aber, dass ein branchenübergreifender Impuls verpufft.
In % der Befragten



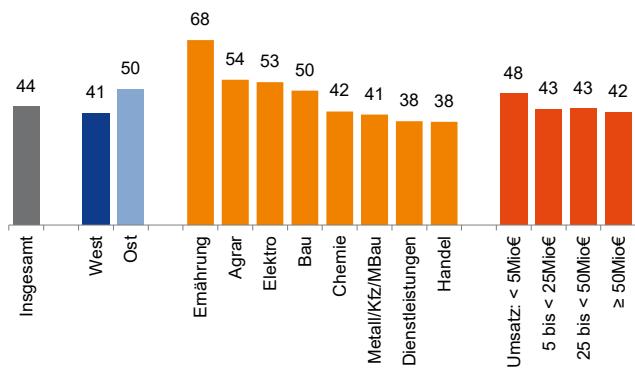
Quelle: DZ BANK

Frage: „Erwarten Sie, dass die Fiskalpläne der Bundesregierung (Sondervermögen Infrastruktur und Verfassungsänderung für höhere Verteidigungsausgaben), innerhalb von 2026 nennenswerte Veränderungen für Ihr Unternehmen oder die deutsche Wirtschaft bringen?“ (Mehrfachnennungen möglich)

Branchenübergreifender Impuls für Wirtschaft und unser Unternehmen
In % der Befragten



Impuls für Wirtschaft und unser Unternehmen verpufft
In % der Befragten



Quelle: DZ BANK

Frage: Zustimmung zu den Aussagen „Wir erwarten einen branchenübergreifenden Impuls für die Wirtschaft, der auch unserem Unternehmen zugutekommt (bessere Infrastruktur, Standortattraktivität, Digitalisierungsschub)“ bzw. „Wir erwarten, dass der Impuls für die Wirtschaft verpufft und keine Auswirkungen auf unser Unternehmen hat.“

Unter den hier betrachteten Branchen und Größenklassen fällt die Hoffnung auf einen branchenübergreifenden Impuls bei den größeren Mittelständlern mit einem Jahresumsatz von mehr als 25 Mio. Euro und bei den mittelständischen Dienstleistern und Bauunternehmen am größten aus. Die Bauunternehmen dürften sich aber auch die größten Chancen auf Aufträge ausrechnen: der Tiefbau im Bereich Infrastruktur, Hochbau und Ausbaugewerbe bei kommunalen Investitionen und den Verteidigungsausgaben. Schließlich sind hier neben dem Kauf reiner Rüstungsgüter auch Investitionen in Kasernen und Kreiswehrersatzämter notwendig. Kleine Mittelständler mit einem jährlichen Umsatz von weniger als 5 Mio. Euro sowie Mittelständler in den Sektoren Agrar und Ernährung erwarten am wenigsten einen Impuls für Gesamtwirtschaft und das eigene Unternehmen und auch die ostdeutschen Mittelständler zeigen sich weniger überzeugt.

Trennt man die beiden Fiskalpakete auf, fallen die Erwartungen an deren positive Auswirkungen etwas geringer aus als bei der Frage nach dem branchenübergreifenden Impuls insgesamt. Dabei rechnen sich tendenziell spürbar mehr mittelständische Unternehmen Vorteile für ihr Unternehmen durch höhere Ausgaben für Infrastrukturmaßnahmen (29%) aus als durch steigende Verteidigungsausgaben (22%). Bei beiden überwiegen jeweils die indirekten Auswirkungen über Kunden, die von diesen Fiskalpaketen profitieren. Einen notwendigen Personalaufbau wegen der Infrastrukturmaßnahmen erwarten nur 14%. Bei den Verteidigungsausgaben sind es sogar weniger als 10%. Im Folgenden analysieren wir die Umfrageergebnisse zu den Auswirkungen der beiden Fiskalpakete auf die mittelständischen Unternehmen etwas detaillierter.

Infrastruktur

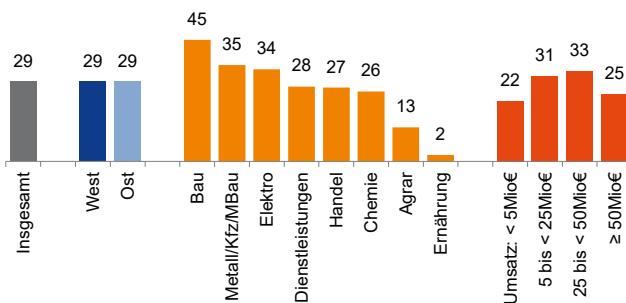
Als erstes fallen die überaus großen Unterschiede zwischen den Branchen auf. Angesichts der stark unterschiedlichen Betroffenheit von staatlichen Ausgabensteigerungen im Bereich Infrastruktur sollte dieses Ergebnis jedoch nicht weiter überraschen. So machen sich 45% der mittelständischen Bauunternehmen Hoffnungen auf mehr Aufträge durch höhere Infrastrukturinvestitionen, während es im Agrarsektor nur 13% und im Ernährungsgewerbe sogar nur 2% sind. Dagegen lässt die Betrachtung nach Unternehmensgröße keinen Trend erkennen. Die Ergebnisse für Ost- und Westdeutschland sind sogar identisch.

Bau, Dienstleister und größere Mittelständler rechnen am meisten mit positiver Wirkung

Mittelstand rechnet bei Infrastruktur mit positiveren Effekten als bei Verteidigungsausgaben

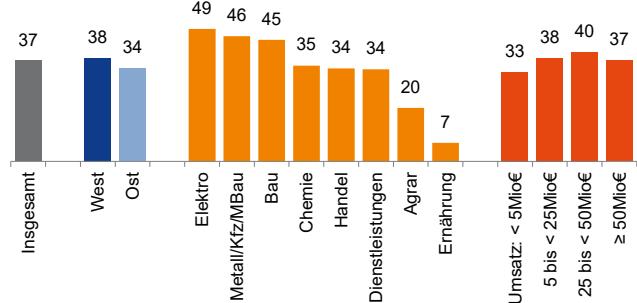
45% der Bauunternehmen erwarten höhere Aufträge durch steigende Infrastrukturausgaben

Mehr Aufträge durch Infrastrukturprojekte
In % der Befragten



Quelle: DZ BANK

Höhere Nachfrage durch von Infrastrukturinvestitionen profitierende Kunden
In % der Befragten



Quelle: DZ BANK

Tendenziell sollten die Unterschiede bei der Frage nach positiven Zweitrundeneffekten, also etwa einer höheren Nachfrage von Kunden, die direkt von den gestiegenen Infrastrukturausgaben profitieren, bei der Branchenbetrachtung eigentlich wesentlich geringer ausfallen. Das ist aber nur bedingt der Fall. Zwar erwarten etwa die Mittelständler in der Elektroindustrie und im Metall-, Automobil- und Maschinenbau sogar noch etwas positivere Auswirkungen als die mittelständischen Bauunternehmen. Mit weitem Abstand bleiben die Befragten in der Agrarwirtschaft und im Ernährungsgewerbe aber auch hier zurück.

Mittelständler in Elektroindustrie, Metall-/Auto-/Maschinenbau und Bau hoffen auf Zweitrundeneffekte

Höhere Verteidigungsausgaben

Obwohl die Mittelständler in Agrarsektor und Ernährungsgewerbe auch bei der Frage nach einer direkt oder indirekt höheren Nachfrage durch gestiegene Verteidigungsausgaben Schlusslichter bleiben, fallen die Branchenunterschiede hier etwas geringer aus als bei den Infrastrukturinvestitionen. Mehr direkte Aufträge erwarten sich vor allem die Mittelständler aus Elektroindustrie und Metall-, Automobil- und Maschinenbau. Die Ergebnisse für Baugewerbe und Dienstleister fallen demgegenüber bereits lediglich ungefähr durchschnittlich aus. Nach Unternehmensgröße lässt sich zwar kein eindeutiger Trend ableiten. Die kleinen Mittelständler mit einem Jahresumsatz von unter 5 Mio. Euro erwarten jedoch die geringste Nachfragesteigerung, egal ob direkt oder indirekt.

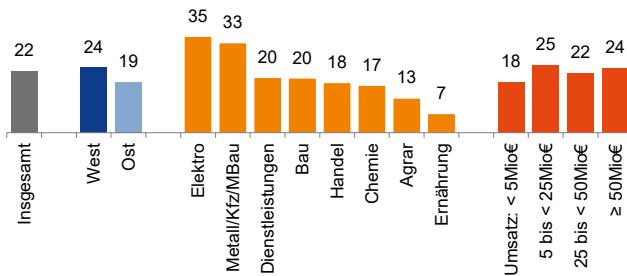
Etwas geringere Branchenunterschiede bei Hoffnung auf Verteidigungsausgaben

Agrar & Ernährung auch hier Schlusslicht

Der größte Unterschied zwischen der Erwartung eines direkten oder indirekten Auftragsanstiegs lässt sich bei den mittelständischen Chemieunternehmen beobachten. Während hier lediglich 17% der Befragten für ihr Unternehmen mehr direkte Aufträge durch höhere Verteidigungsausgaben erwarten, rechnen mit 38% mehr als doppelt so viele mit einer steigenden Nachfrage durch Kunden, die dadurch profitieren.

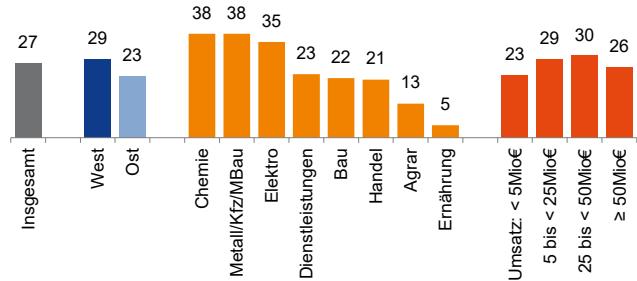
Chemie mit größtem Unterschied zwischen direkten oder indirekten positiven Auswirkungen

Mehr Aufträge durch höhere Verteidigungsausgaben
In % der Befragten



Quelle: DZ BANK

Höhere Nachfrage durch von Verteidigungsausgaben profitierende Kunden
In % der Befragten



Quelle: DZ BANK

FAZIT

Ungeachtet der Diskussion, ob die Investitionen aus dem Infrastruktur-Sondervermögen allein zusätzlicher Art sein werden, und der Unzufriedenheit des Mittelstands mit der Bundesregierung zeigen die Ergebnisse unserer Sonderumfrage zumindest für den deutschen Mittelstand, dass die Ausgaben der beiden Fiskalpakete keinen allgemeinen Wirtschaftsboom auslösen werden. Daran ändert auch deren beträchtlicher Umfang nichts.

In einigen Branchen rechnet aber ein durchaus nennenswerter Anteil der mittelständischen Unternehmen mit positiven direkten und indirekten Auswirkungen. Neben dem Baugewerbe, der Elektroindustrie und (bei indirekten Auswirkungen) der Chemieindustrie sind das insbesondere die Mittelständler im Metall-, Automobil- und Maschinenbau. Diese Branche leidet gerade besonders stark unter der schwächelnden Nachfrage nach Industriegütern. Automobil- und Maschinenbau sind zudem überproportional von den Auswirkungen der US-Zollpolitik betroffen.

Vielleicht reichen die Fiskalpakete hier für den nötigen Ruck, den die deutsche Industrie und die deutsche Wirtschaft insgesamt so dringend benötigen. Zudem könnte die mit der Unternehmensgröße steigende Zustimmungsrate für einen branchenübergreifenden Impuls für Gesamtwirtschaft und Unternehmen darauf hinweisen, dass Nicht-Mittelständler wie große Unternehmen und Konzerne diese Sichtweise vermehrt teilen.

Aus industrie-politischer Sicht könnten die beiden Fiskalpakete jedenfalls einen wichtigen Beitrag zur Unterstützung der heimischen Industrieproduktion leisten. Bei den Verteidigungsausgaben darf aber nicht vergessen werden, dass ein beträchtlicher Teil davon für den Einkauf von Rüstungsgütern aus der Europäischen Union, aber auch aus den Vereinigten Staaten verwendet werden dürfte.

Dennoch ist davon auszugehen, dass die beiden Fiskalpakete die seit dem Jahr 2022 schwächelnde deutsche Wirtschaft anschieben werden. Allerdings dürfte dies mit einer Zeitverschiebung einhergehen. Im Laufe der zweiten Hälfte des nächsten Jahres könnte aber ein erster Impuls spürbar werden, so dass wir für das Jahr 2026 in Deutschland ein Wachstum in Höhe von 1% und für das übernächste Jahr sogar in Höhe von 1,6% erwarten.

Allgemeiner Wirtschaftsboom ist zwar nicht zu erwarten, ...

... einige Branchen rechnen aber mit positiven Auswirkungen

Größere Unternehmen könnten sogar vermehrt einen branchenübergreifenden Impuls erwarten

Fiskalpakete sollten Beitrag zur Stärkung der heimischen Industrie leisten

Wirkung ist aber erst mit gehöriger Zeitverzögerung zu erwarten

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: +49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Dr. Cornelius Riese (Vorstandsvorsitzender), Stefan Beismann, Souâd Benkredda, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Johannes Koch, Michael Speth

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2025
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFlichtangaben für sonstige Research-Informationen und weiterführende Hinweise

1. Verantwortliches Unternehmen

- 1.1 Diese Sonstige Research-Information wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.
Sonstige Research-Informationen sind unabhängige Kundeninformationen, die keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten oder bestimmte Finanzinstrumente enthalten. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.
- 1.2 Die Pflichtangaben für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie weitere Hinweise, insbesondere zur **Conflicts of Interest Policy** des DZ BANK Research sowie zu Methoden und Verfahren können kostenfrei eingesehen und abgerufen werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

– **Europäische Zentralbank - www.ecb.europa.eu**

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - www.bafin.de**

Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

- 3.1 Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.
- 3.2 Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Sonstigen Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass
- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
 - seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

4. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

- 4.1 Die Häufigkeit der **Aktualisierung von Sonstigen Research-Informationen** hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer Aktualisierung gerechnet werden kann.
- 4.2 **Eine Pflicht zur Aktualisierung Sonstiger Research-Informationen besteht nicht.** Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, ersetzt diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**. Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf von sechs Monaten**. Diese Frist **beginnt** mit dem **Tag der Publikation**.
- 4.3 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend** und **unangekündigt unterbleiben**.
- 4.4 Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt / Aspekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

5. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

- 5.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.
- 5.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch Physische Zutrittsperren und die Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-know-Prinzip kommuniziert werden.
- 5.3 Insbesondere durch die in **Absatz 5.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.
- 5.4 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.
- 5.5 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

6. Adressaten und Informationsquellen

6.1 Adressaten

- Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist eine Sonstige Research-Information der DZ BANK auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben**.

Sonstige Research-Informationen dürfen im Ausland nur im Einklang mit den dort geltenden Rechtsvorschriften verwendet werden, und Personen, die in den Besitz dieser Sonstigen Research-Information gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Sonstige Research-Informationen und die in dieser Sonstigen Research-Information enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt. Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

6.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen. Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. LSEG, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene Rating-Agenturen, Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

III. RECHTLICHE HINWEISE

- Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich freigegeben**.

Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt.

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an „accredited investors“, „expert investors“ und / oder „institutional investors“ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

Die Weitergabe von Dokumenten in anderen Jurisdiktionen in der Region Asien / Pazifik ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

Dieses Dokument darf nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

- Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
- Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten.

Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzz Zielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

- Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
- Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebendienstleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.

Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter

könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

- Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden. Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten. Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Die in Texten und Grafiken enthaltenen Preisnotierungen sowie Rendite- und Spreadangaben sind bei IHS Markit regelmäßig auf den Stand zum Vorabend aktualisiert.

Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainalytics

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem ESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die Nachhaltigkeitseinschätzung des ESG-Modells wird im Wesentlichen aus Daten und Informationen abgeleitet, die dem DZ BANK Research durch Sustainalytics (Powered by Sustainalytics) bereitgestellt werden. Weitere

Angaben zum ESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter www.dzbank.de/Pflichtangaben kostenlos eingesehen werden.

Wir weisen insbesondere darauf hin, dass es sich bei dem oben genannten ESG-Berechnungsmodell zur Erteilung des DZ BANK Gütesiegel für Nachhaltigkeit um ein internes Berechnungsmodell handelt, welches keinen Anspruch auf Einhaltung der regulatorischen Vorgaben der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor und der Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 („EU-Taxonomie“) erhebt.

Ergänzende Information von S&P Global Market Intelligence, 2024

Die Vervielfältigung von Informationen, Daten oder Materialien, einschließlich Ratings ("Inhalte") in jeglicher Form ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung der jeweiligen Partei gestattet. Diese Partei, ihre verbundenen Unternehmen und Lieferanten ("Inhaltsanbieter") übernehmen keine Garantie für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit von Inhalten und sind, ungeachtet der jeweiligen Gründe, nicht verantwortlich für (aus Fahrlässigkeit oder anderweitig entstandene) Fehler oder Auslassungen, oder für die Ergebnisse, die durch die Verwendung dieser Inhalte erzielt werden. Keinesfalls haften die Inhaltsanbieter für Schäden, Kosten, Aufwendungen, Rechtskosten oder Verluste (einschließlich Einkommensverlusten oder entgangener Gewinne und Opportunitätskosten) im Zusammenhang mit der Verwendung der Inhalte. Der Verweis auf eine bestimmte Anlage oder ein bestimmtes Wertpapier, ein Rating oder eine Äußerung zu einer Anlage, die Teil der Inhalte ist, stellt keine Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten einer solchen Anlage oder eines solchen Wertpapiers dar, sagt nichts über die Eignung einer Anlage oder eines Wertpapiers aus und sollte nicht als Anlageberatung angesehen werden. Ratings sind Meinungsäußerungen und keine Tatsachenbehauptungen.

Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH

Der DAX bzw. Euro Stoxx 50 (der „Index“) und die darin enthaltenen Daten und verwendeten Marken werden durch die STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH im Rahmen einer Lizenz bereitgestellt. Die STOXX Ltd. und die Qontigo Index GmbH waren nicht an der Erstellung gemeldeter Informationen beteiligt und übernehmen keinerlei Gewährleistung und schließen jegliche Haftung (aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) – unter anderem im Hinblick auf die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Eignung für einen beliebigen Zweck – für jegliche gemeldeten Informationen oder Fehler, Auslassungen oder Störungen des Index oder der darin enthaltenen Daten aus. Eine Verteilung oder weitere Verbreitung solcher der STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH gehörenden Daten ist nicht gestattet.

Dieses Dokument darf in der Bundesrepublik Deutschland an Privatkunden weitergegeben werden.