



Konjunktur, Kapitalmarkt und Zollstreitigkeiten

Birgit Henseler

Bereich Research & Volkswirtschaft der DZ BANK AG, 02. Dezember 2025

birgit.henseler@dzbank.de; +49 (0) 69 7447 75 02



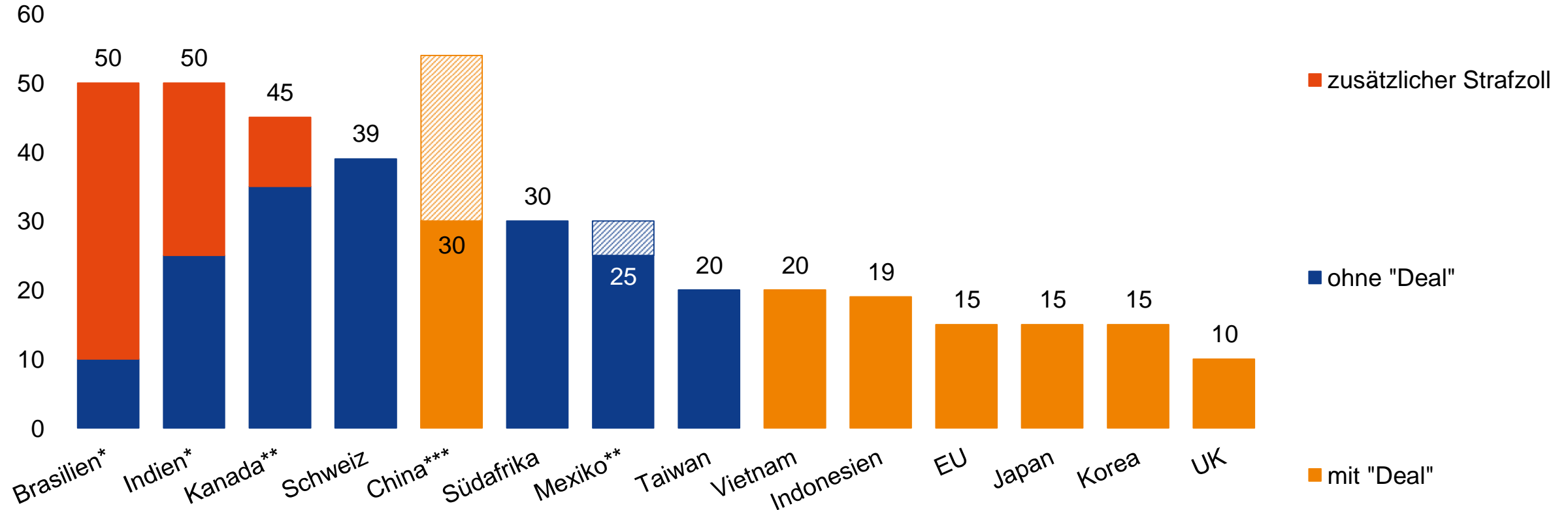
Konjunktur: Zölle und schwächere Wirtschaftsdynamik

Große Zollunterschiede zwischen den Handelspartnern

Strafzölle und Zollaussetzungen verzerren das Bild zusätzlich



US-Zölle in %



Quelle: The White House, Truth Social, DZ BANK

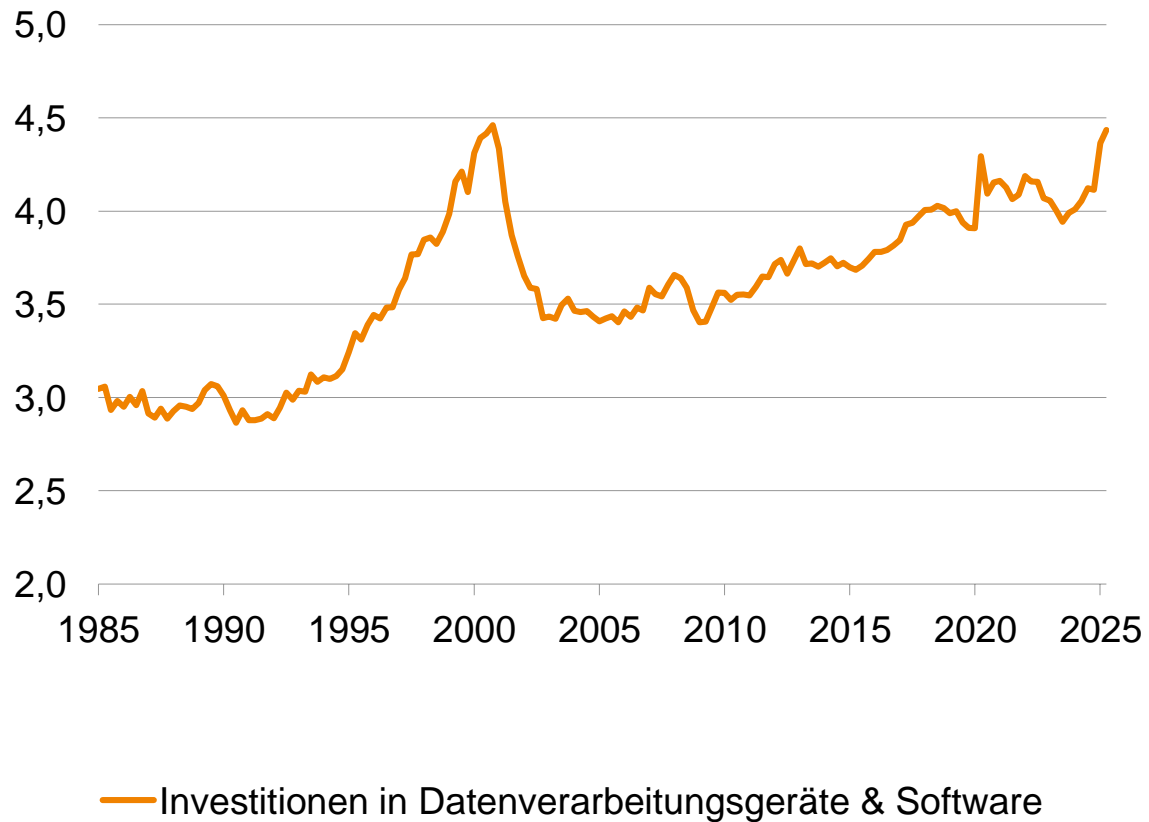
3 *Brasilien: 40% Strafzoll aus politischen Motiven, Indien: 25% Sekundärzoll wegen Energieimporten aus Russland, gilt seit 27. Aug.; **Waren, die unter USMCA fallen, sind vom Zoll ausgenommen, Kanada: Ende Oktober zusätzlicher Strafzoll von 10% angedroht, Mexiko: Erhöhung von 25% auf 30% zuerst bis Ende Oktober ausgesetzt, aktuell um „einige Wochen“ verlängert; ***China: Zölle in Höhe von 24% bis 10. Nov. 2026 ausgesetzt.

Investitionen in KI wachsen schnell, ...

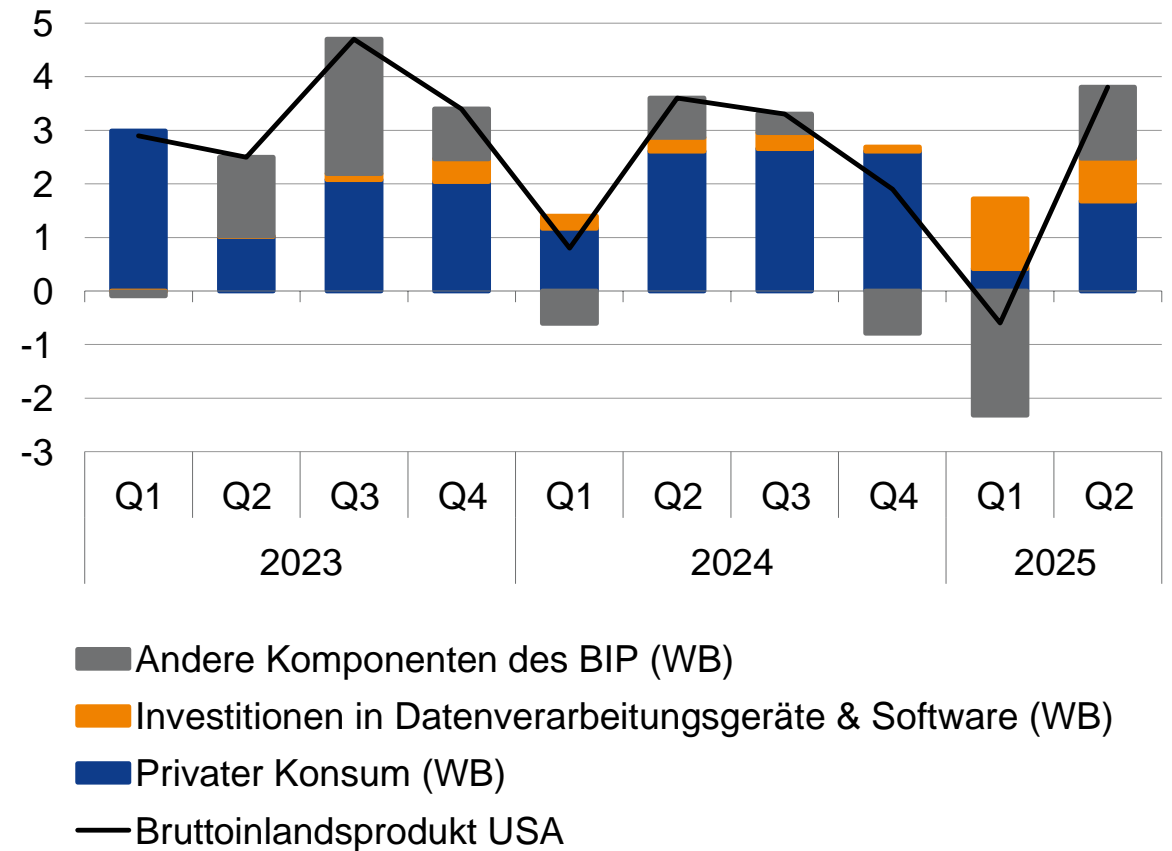
... und stützen das BIP



in % des BIP



Q/Q in % annualisierte Rate, WB=Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten



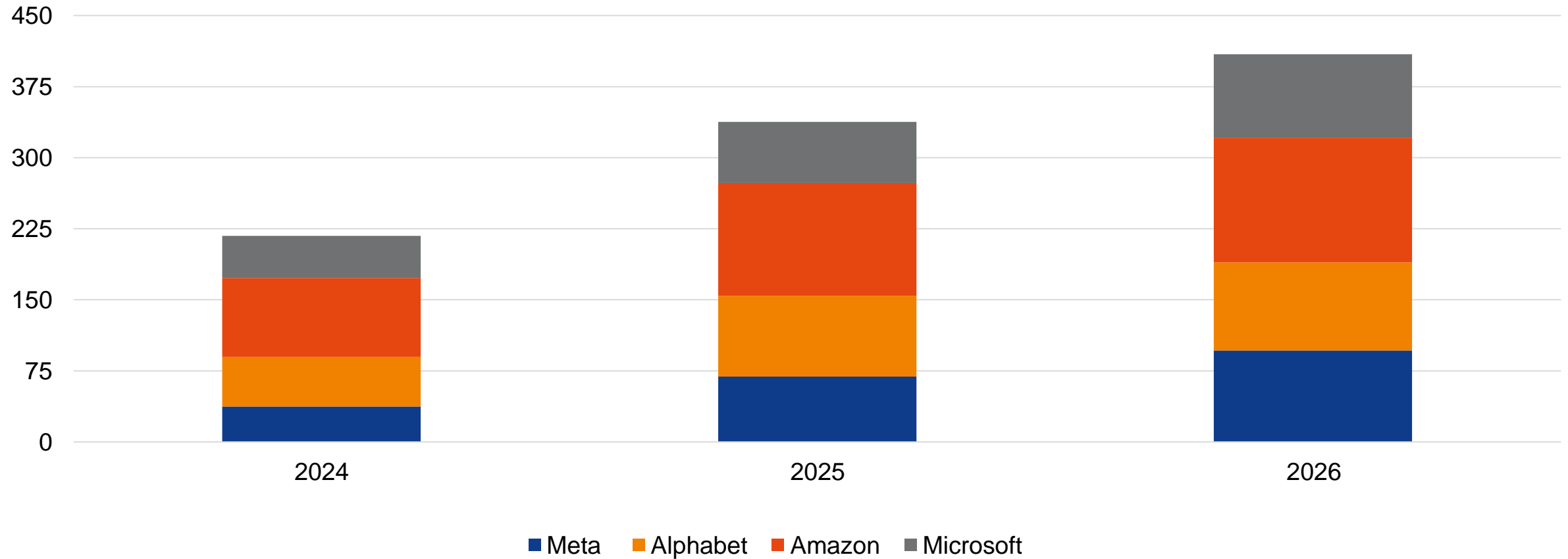
Quelle: BEA, DZ BANK

Tech-Unternehmen planen auch für 2026 hohe Investitionen



Bewertungsanpassungen hätte makroökonomische Auswirkungen

In Mrd. US-Dollar



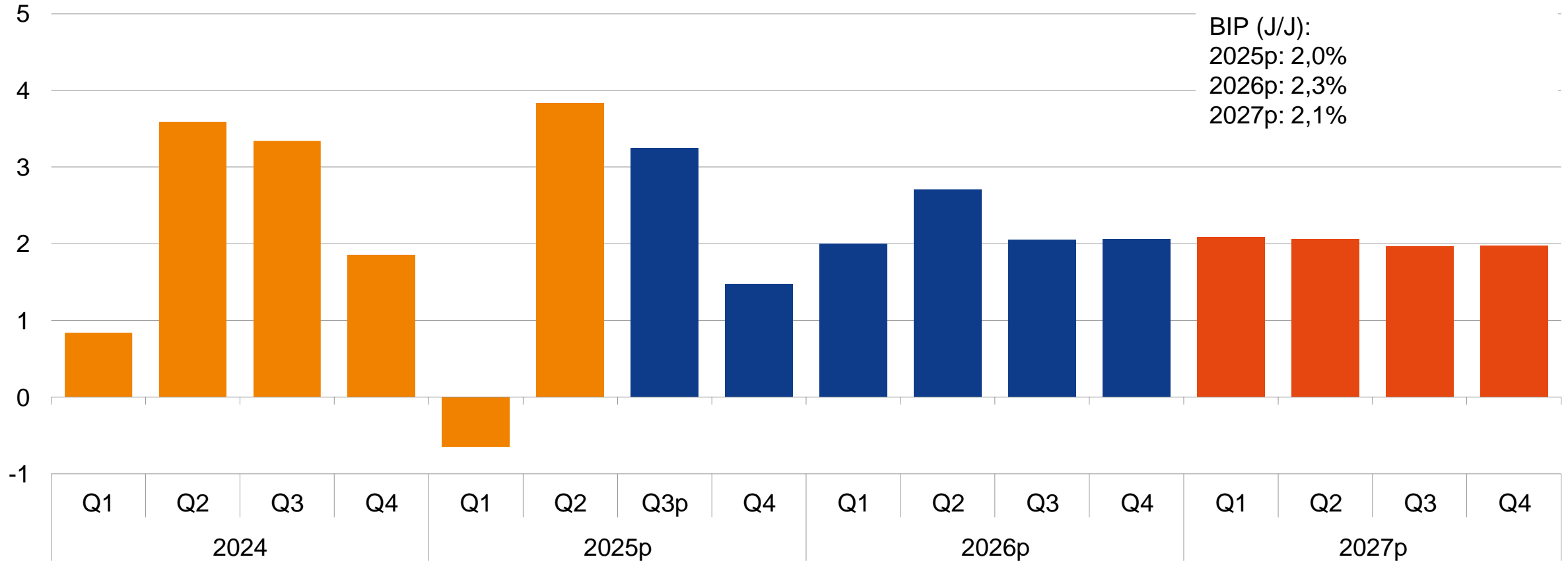
Quelle: Bloomberg; DZ BANK

Robustes Wachstum trotz Trump-Politik?



Überwiegend KI-Boom und OBBA

Q/Q in %, annualisierte Rate



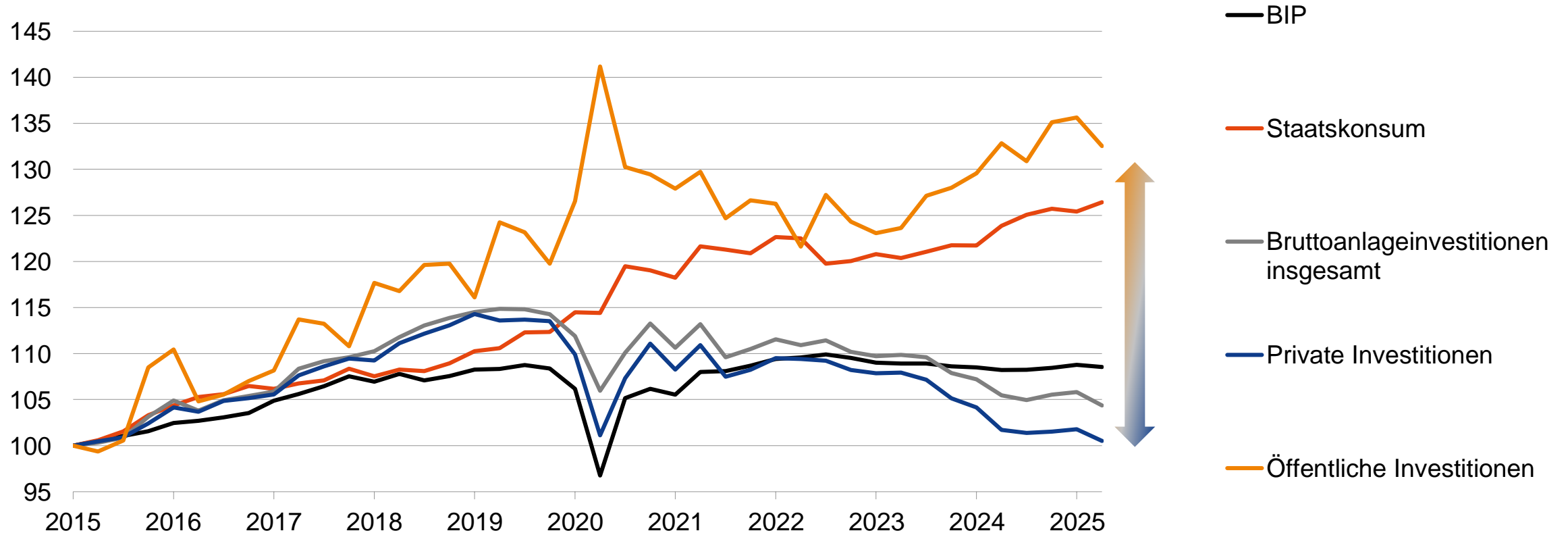
Quelle: BEA, Prognose DZ BANK

Deutschlands Problem



Private Investitionen seit Jahren auf dem Rückzug

Q1 2015 = 100

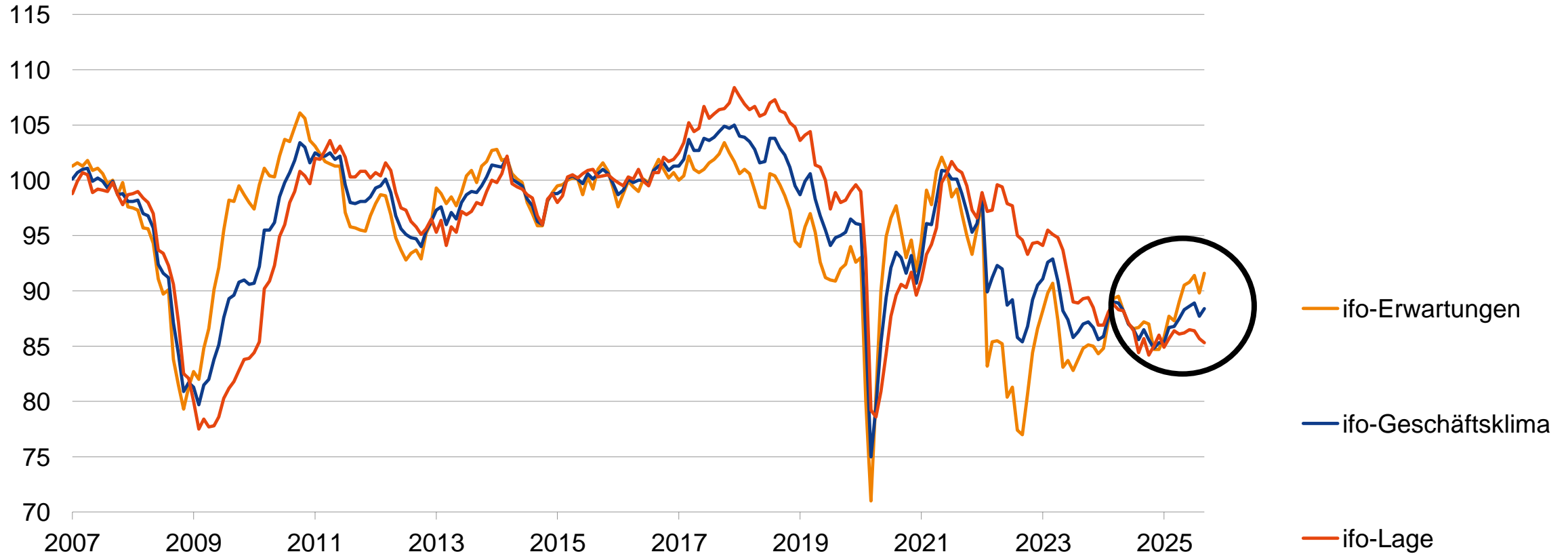


Wendepunkt für die Konjunktur



Stimmungsindikatoren tendieren zaghaft aufwärts – Lage bleibt schwierig

ifo Geschäftsklima: Komponenten (Indexwerte, 2015=100)



Quelle: ifo Institut

Fiskalmaßnahmen der Bundesregierung



Ziel: Unterfinanzierung bei Infrastrukturinvestitionen und Verteidigung beenden

➤ Maßnahmen

- **Sondervermögen Infrastruktur** in Höhe von **500 Mrd. Euro** für die Dauer von **12 Jahren**
 - davon: 100 Mrd. für die Bundesländer, 100 Mrd. für den Klima- und Transformationsfonds
- **Verteidigungsausgaben**, die 1% des BIP überschreiten, werden **von der Schuldengrenze ausgenommen**
 - Ziel: Aufwuchs der Verteidigungsausgaben von rund 2% des BIP in 2024 auf 3,5% in 2029

➤ Was ist zu beachten?

- **Time-lag**: Planung, Ausschreibung, Vergabe, Produktions- oder Baubeginn, Auszahlung...
- keine lineare Aufteilung der Mittel, sondern eher **Front-Loading**
- Beschaffung und Aufträge können auch an **ausländische Firmen** gehen => **Anstieg der Importe**
- Steigende Nachfrage kann mit der Zeit zu **Kapazitätsengpässen** und damit zu Preiseffekten führen
- **Multiplikatorwirkung** tendenziell geringer als 1 (konservativ 0,6): Verschiebepbahnhof, Strukturreformen, Bürokratieabbau

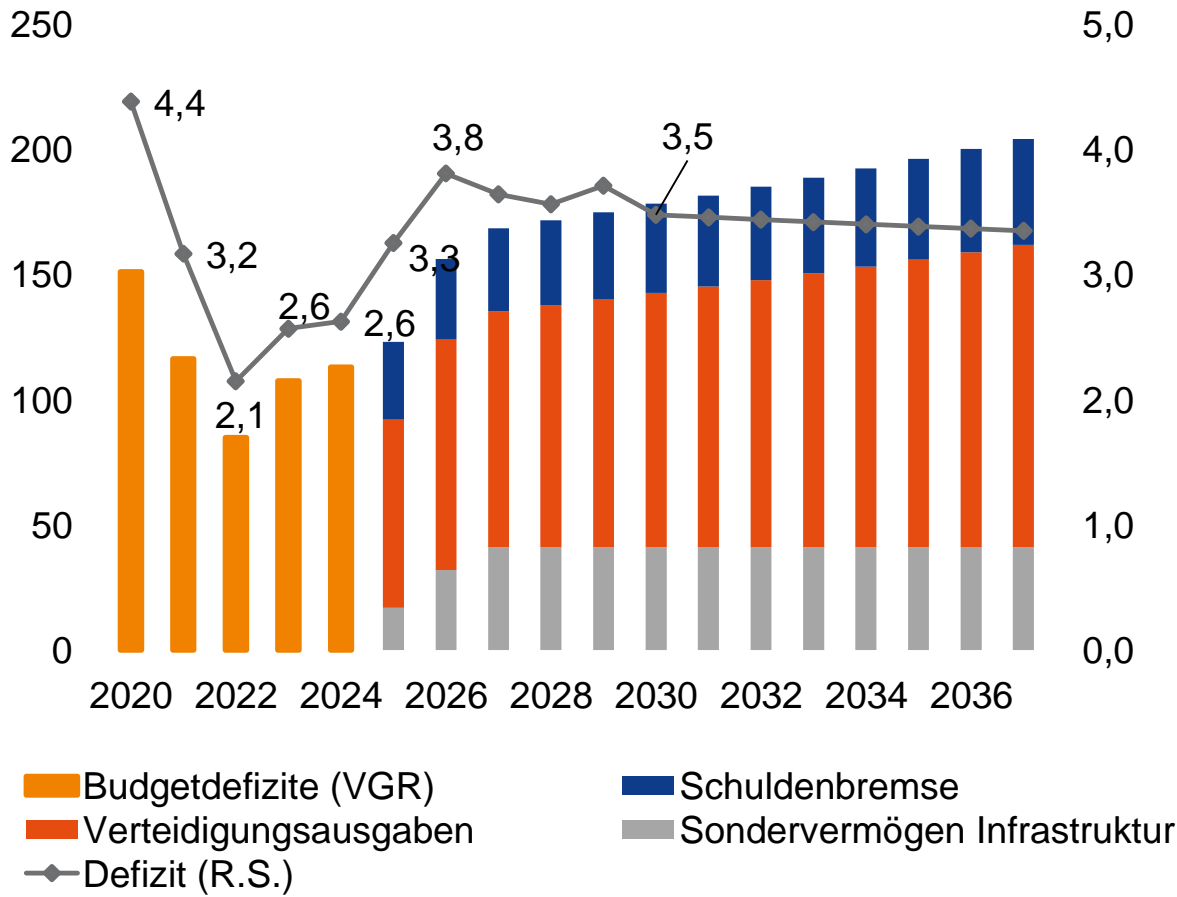
➤ Annahme zur Wirkung

- **2025** nur geringe Effekte => 5 Mrd. Euro nominal => rund 4 Mrd. real => **Wachstumswirkung 0,1 Prozentpunkte**
- **2026** stärkere Effekte => 55 Mrd. nominal => rund 44 Mrd. real => **Wachstumswirkung 0,7 Prozentpunkte**

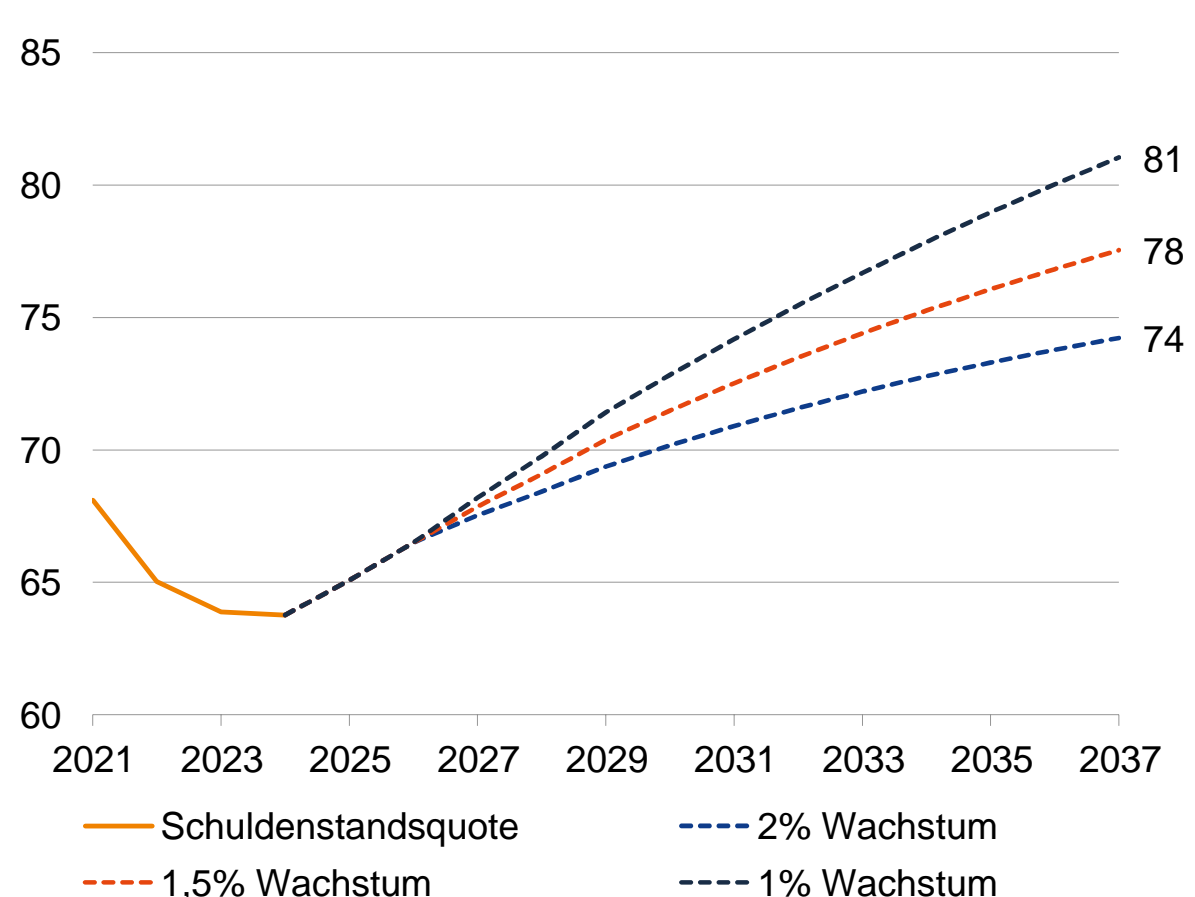
Bundesregierung will deutsche Wirtschaft wieder in Schwung bringen

Im internationalen Schuldenvergleich stünde Deutschland weiter gut da

Budgetdefizit steigt deutlich an (in Mrd. Euro (L.S.), in Prozent (R.S.))



Schuldenstandsquote legt zu, bleibt aber moderat (in % des BIP)



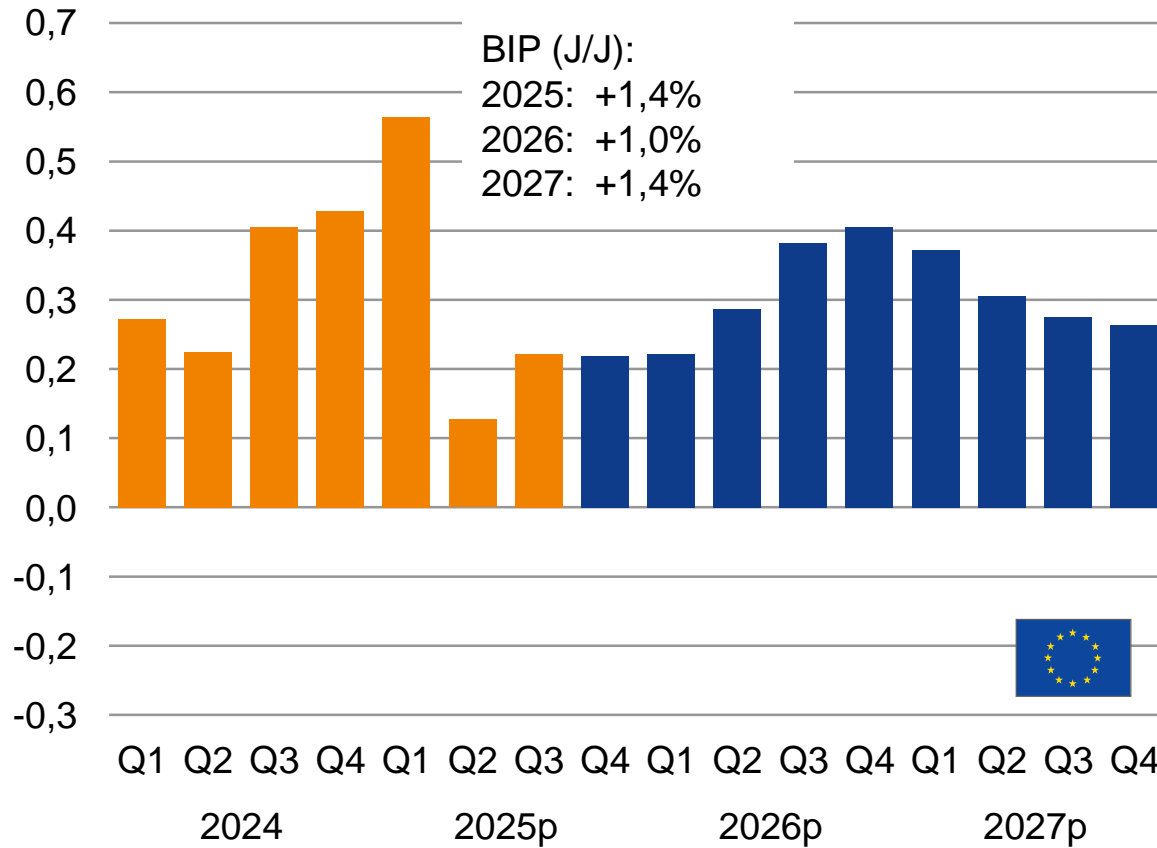
Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Q3 2025: Leichtes Wachstum in der EWU und Stagnation in Deutschland

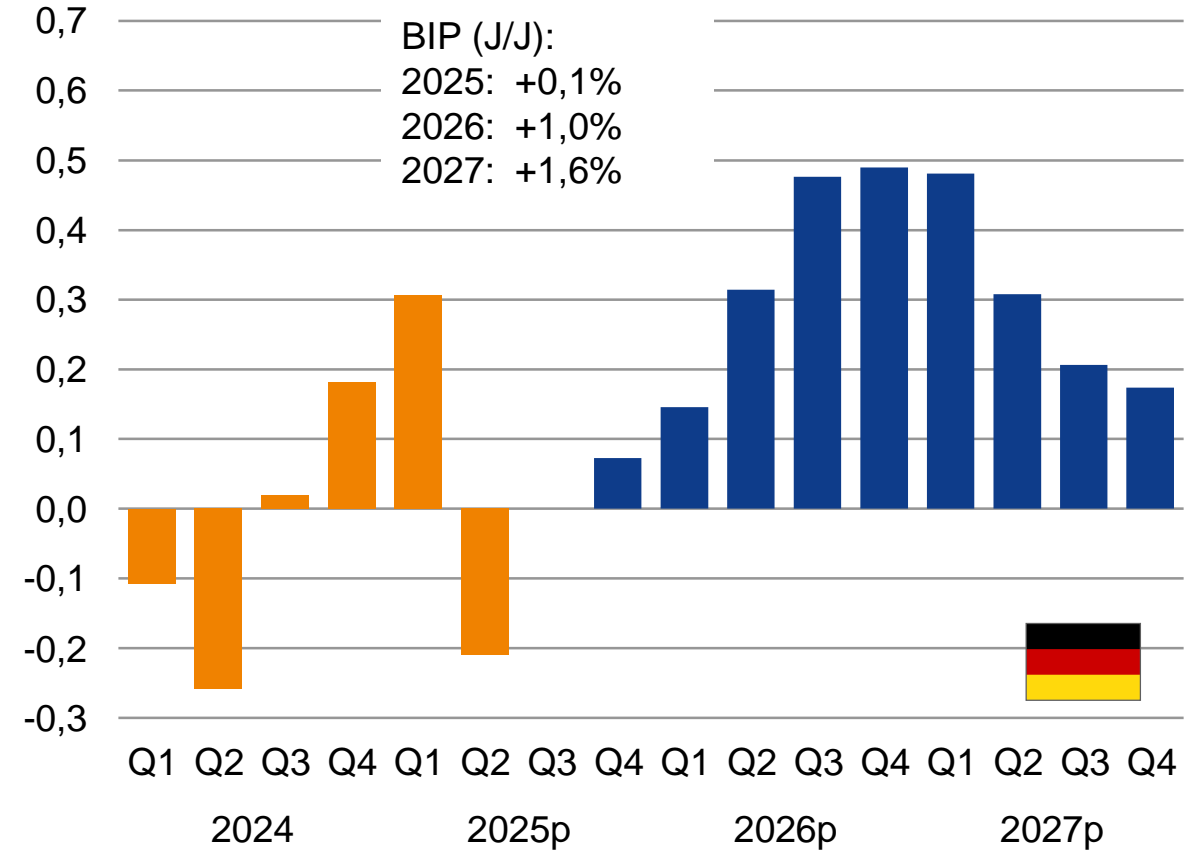


Fiskalimpuls in Deutschland läuft aus – EWU-Wachstum etwas stabiler

Euro-Raum: BIP Q/Q in %



Deutschland: BIP Q/Q in %



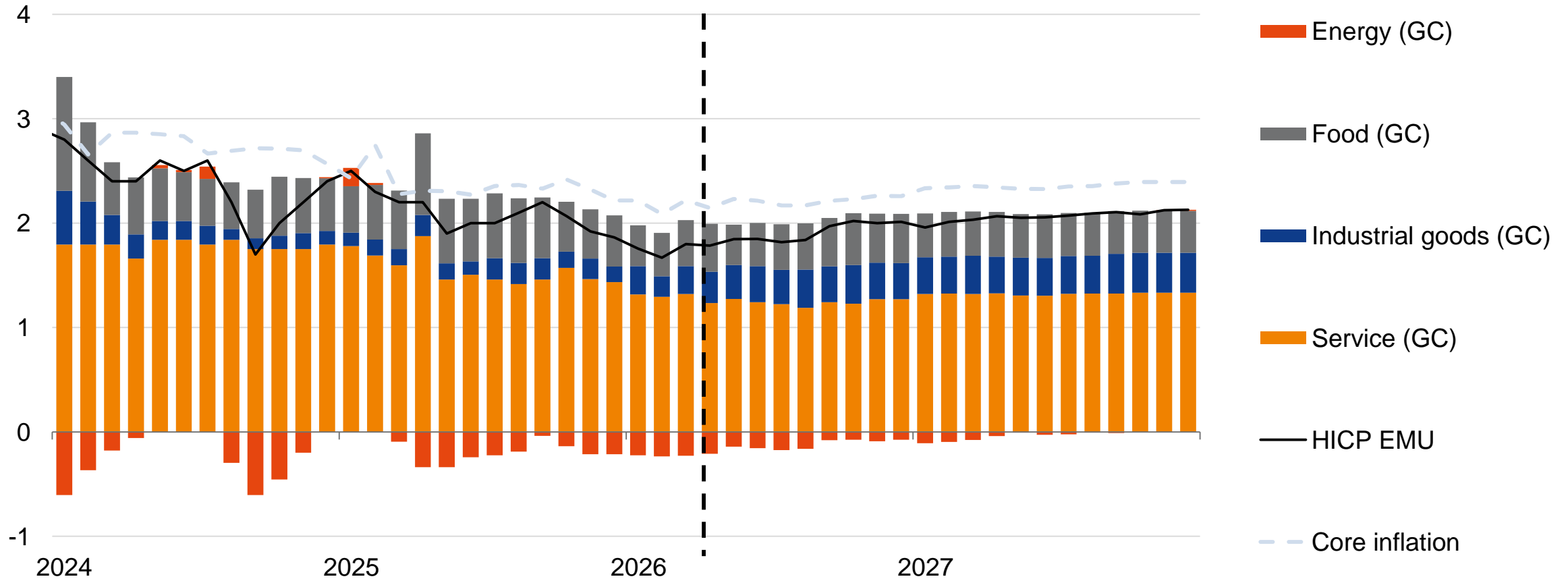
Kapitalmärkte

Inflationsausblick: Inflationsrate rutscht 2026 leicht unter die 2% Marke



Preisdynamik bleibt unauffällig

J/J in %, GC / WB = Wachstumsbeitrag



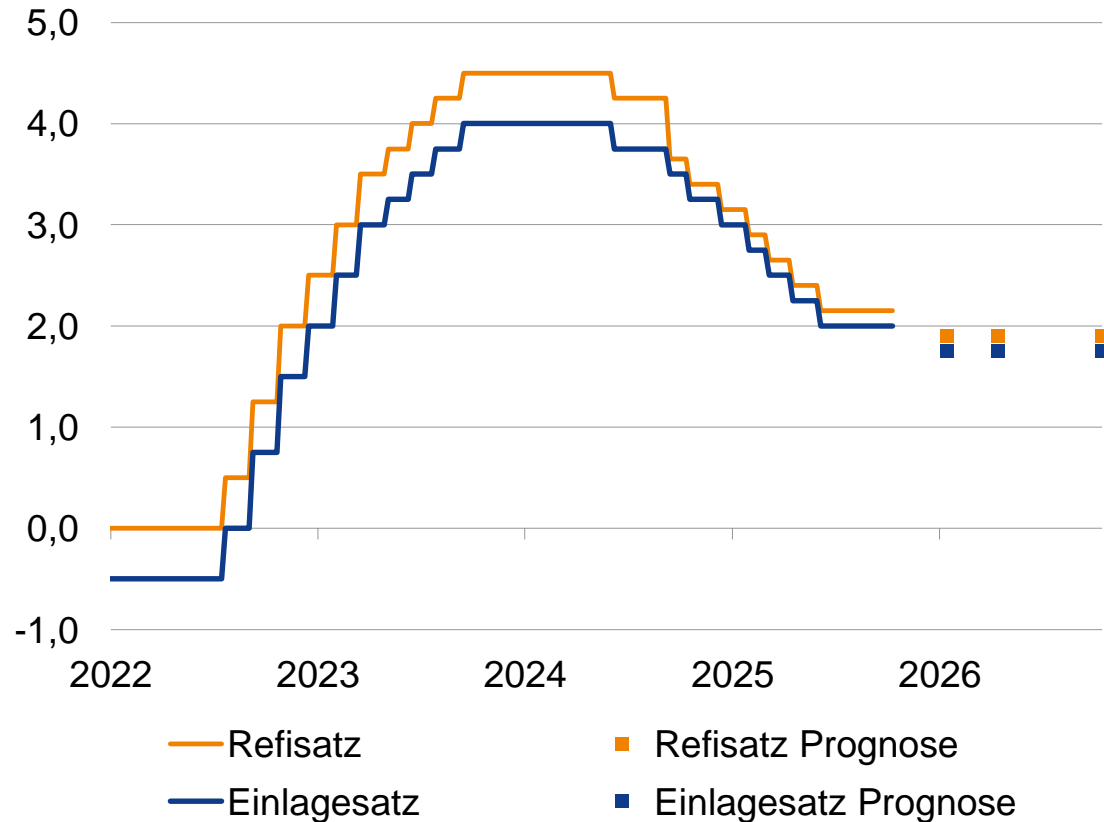
Quelle: Eurostat, Prognose: DZ BANK

Schwache Inflationsdynamik: Zinssenkung nicht ausgeschlossen

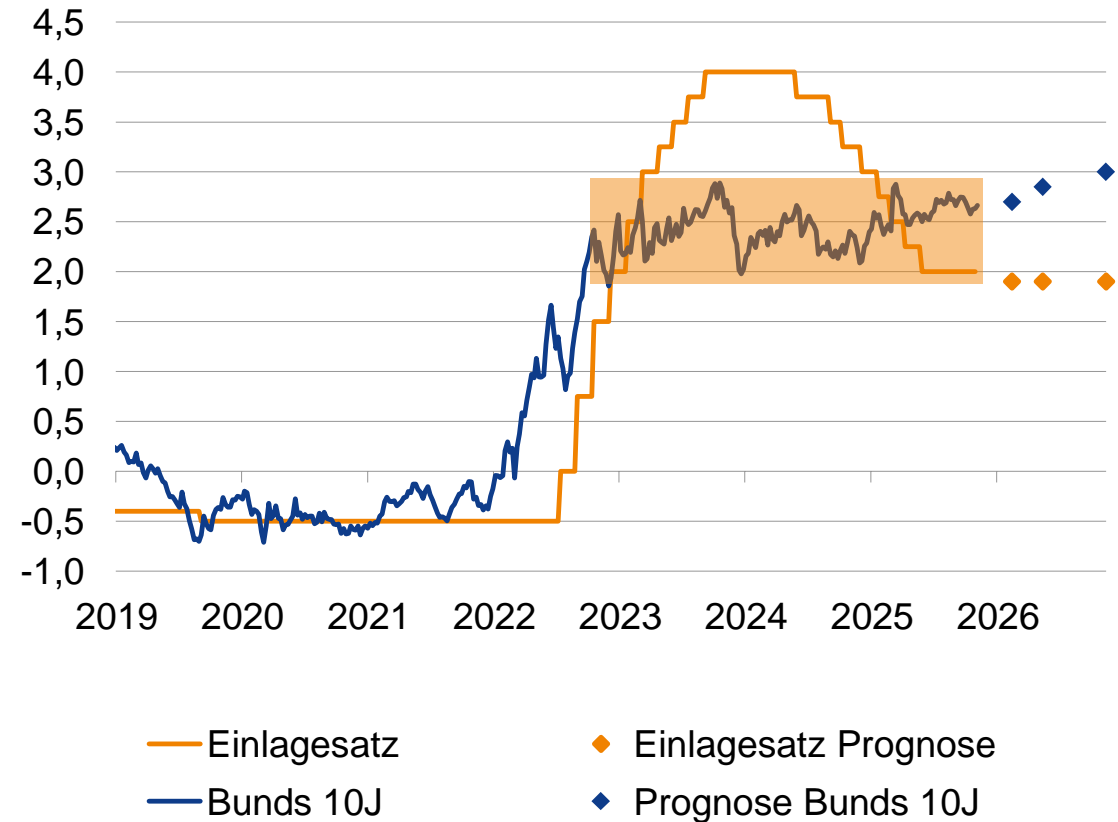


Bundrenditen (10J) haben kaum auf geldpolitische Lockerung reagiert

In Prozent



In Prozent



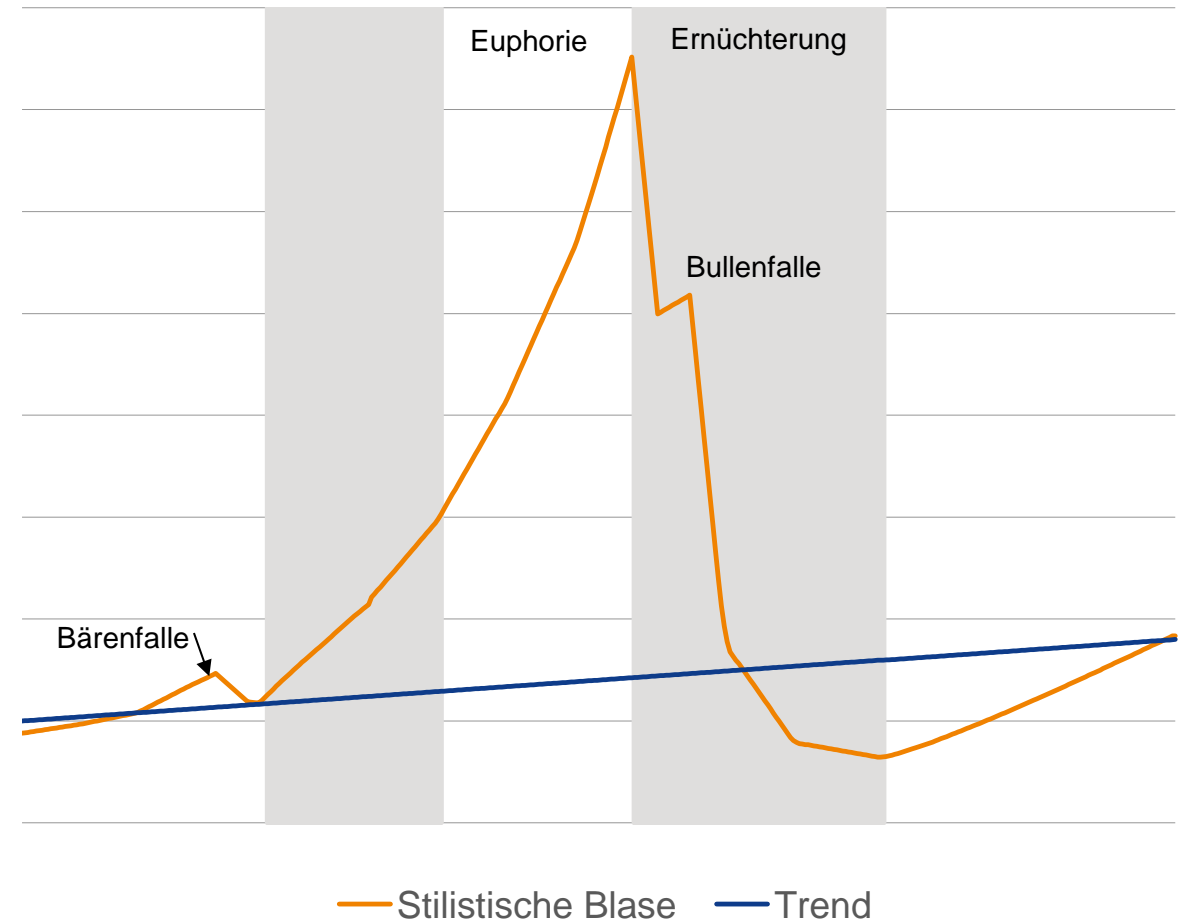
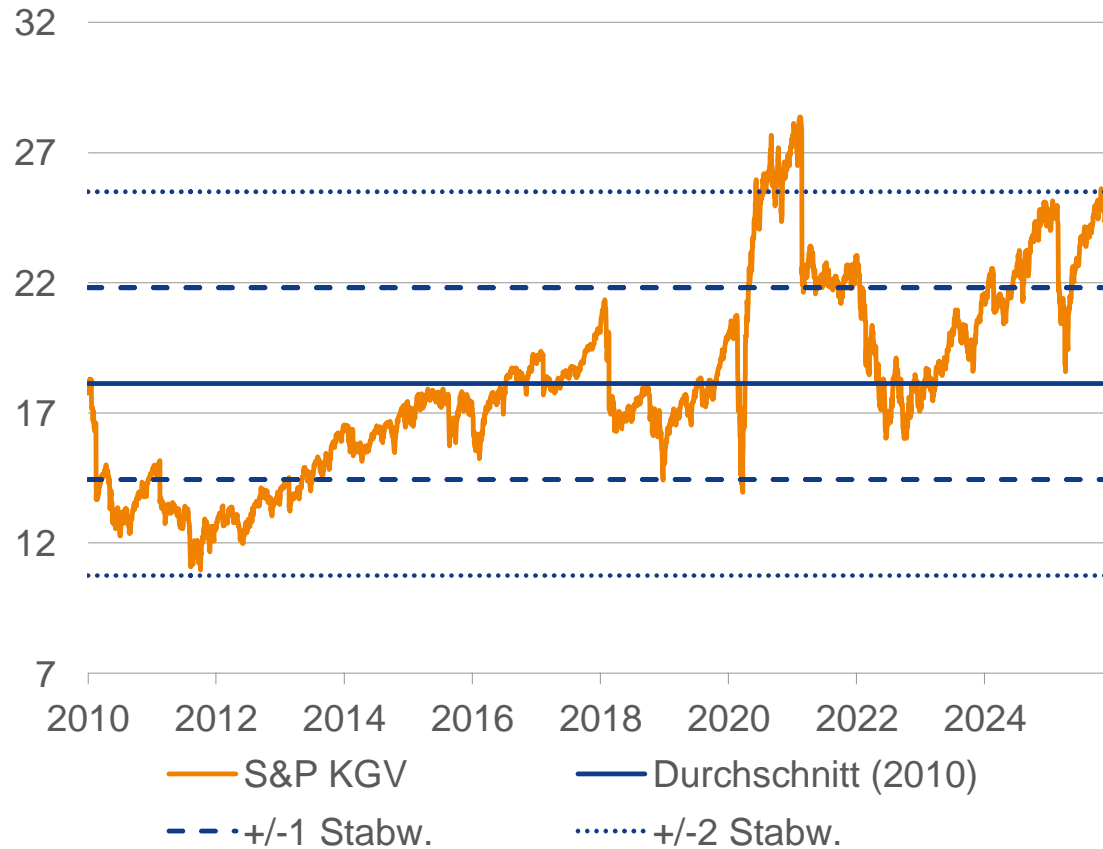
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

KI – Nur eine Blase?



Die Bewertungen sind ambitioniert – Es gibt aber auch Unterschiede

KGV



Quelle: Bloomberg; DZ BANK

Aktienmärkte mit guter Performance

DAX schüttelt das schwierige Umfeld ab



DAX in Indexpunkten (indexiert 01.01.2025 = 0)



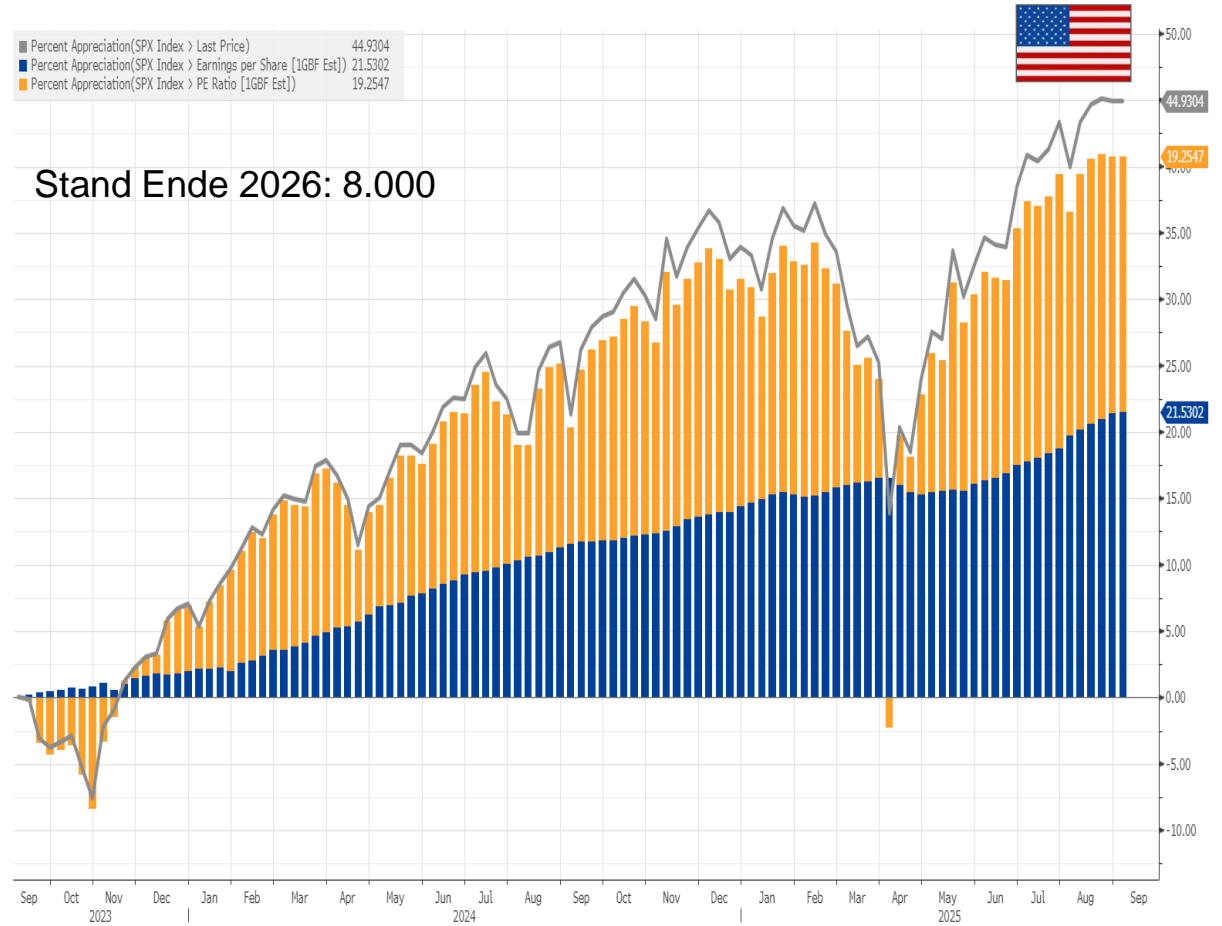
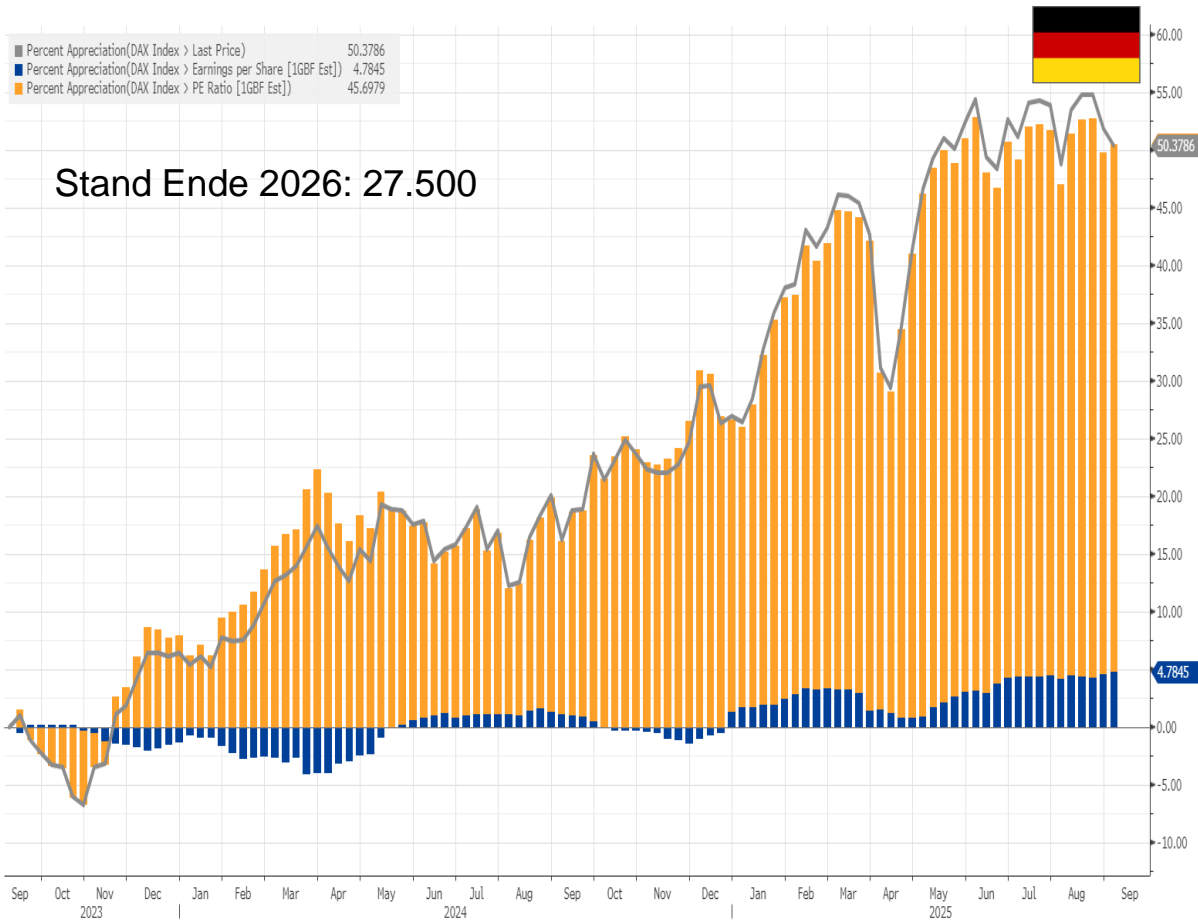
Quelle: Bloomberg, DZ BANK

... während in den letzten Jahren die Stimmung die Kurse trieb



In Europa geht Löwenanteil der Aufwärtsbewegung auf Bewertungsausweitung zurück

Beitrag von Gewinnsteigerung (blau) und KGV-Expansion (orange) für DAX (linke Grafik) und S&P 500 (rechte Grafik)

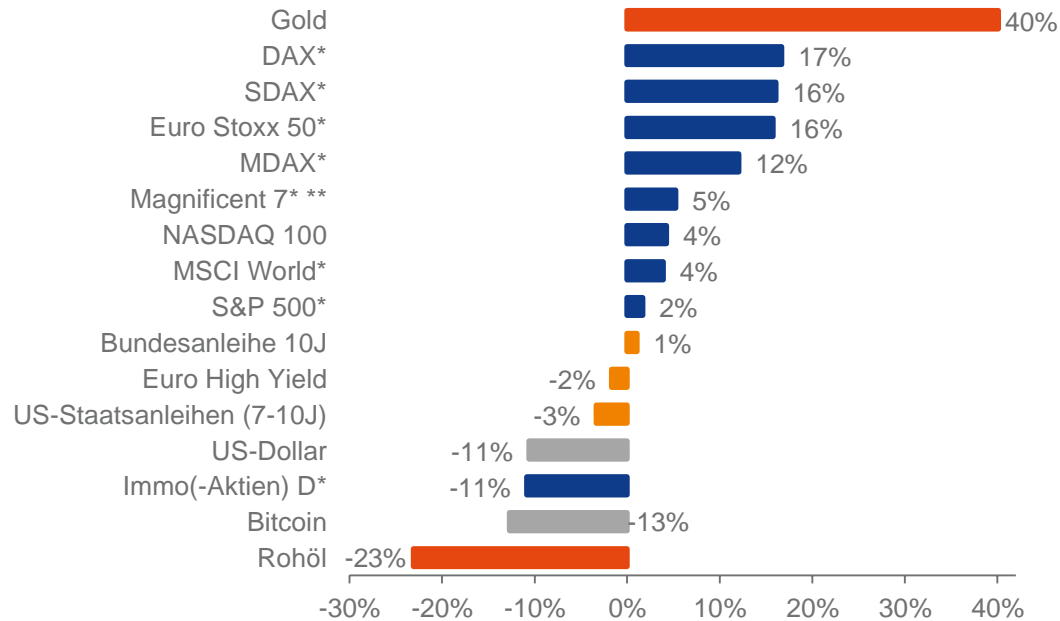


Quellen: Bloomberg, DZ BANK

7. US-Engagements leiden unter schwächerem US-Dollar

Diversifikation bleibt angesichts unberechenbarer US- und Geopolitik wesentlich

Ein Rekordjahr geht zu Ende – wechselkursbereinigt sieht es aus Euro-Perspektive jedoch moderater aus



Kursentwicklung im Jahr 2025 in Euro, *inkl. Dividenden,
**Mitglieder: Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA, Tesla

Sentiment an den Finanzmärkten so gut wie lange nicht

- Aber: An Krisen- und Unruheherden mangelt es nicht
→ Zumindest mit vorübergehenden Rücksetzern ist bei den spekulativen Anlageklassen zu rechnen

Diversifikation bleibt von enormer Bedeutung

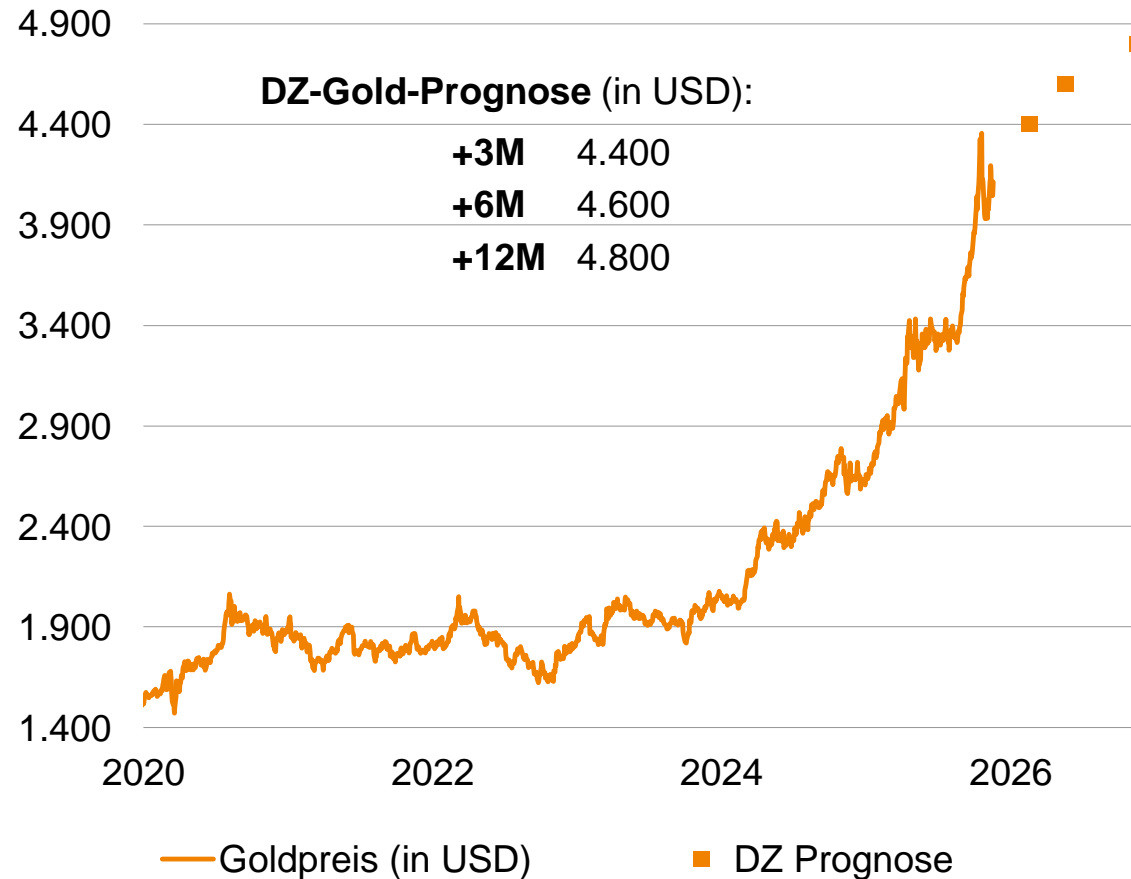
- An Aktien führt im Portfolio kein Weg vorbei
- Volatiles Umfeld macht Diversifikation noch wichtiger
→ auch Unbeteiligte geraten bei den US-Handelsstreitigkeiten schnell zwischen die Fronten
- Staaten auf der Suche nach Investoren
→ steigende Renditen bei längeren Laufzeiten sind Chance
- Gold gehört wieder in ein Portfolio
- Je nach Risikoneigung kann auch eine geringfügige Beimischung von Kryptowährungen eine Option sein
→ Bitcoin & Co. bleiben fundamental nicht einschätzbar

Goldpreis setzt Aufwärtsbewegung auch im Jahr 2026 fort

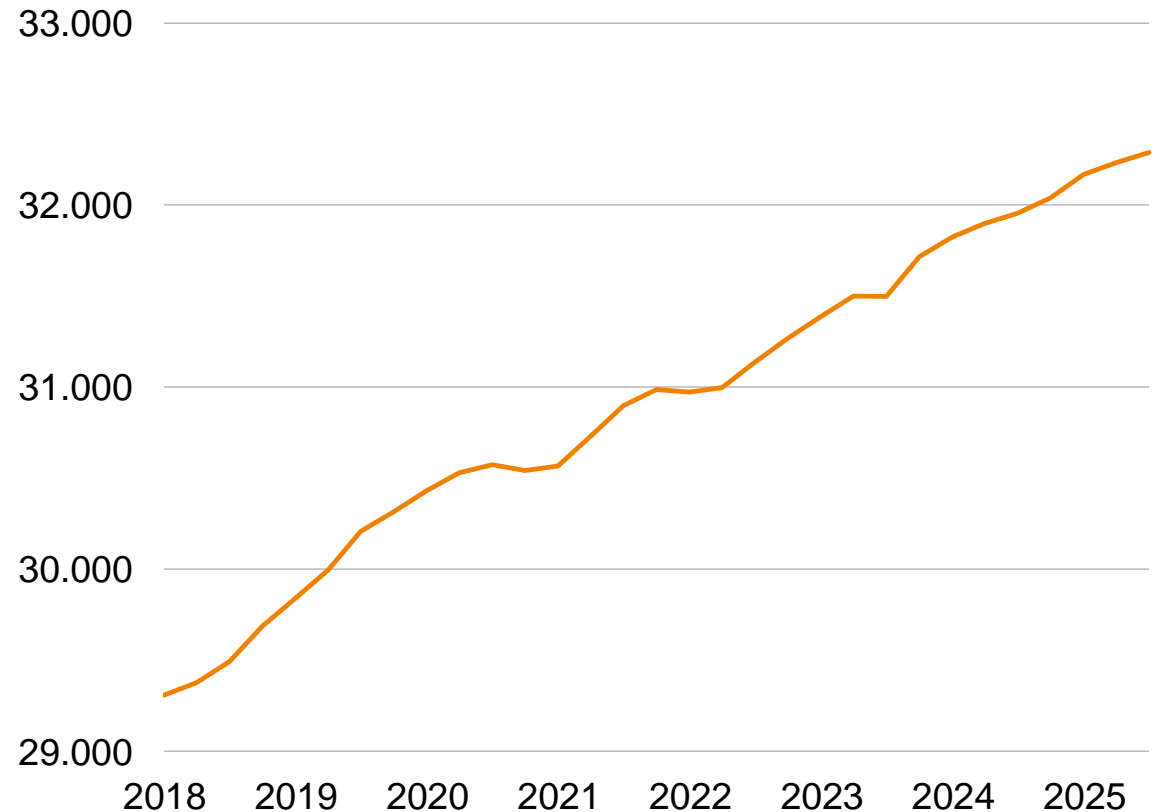


Zentralbanken treten als wichtige Nachfragegruppe weiter nennenswert in Erscheinung

Aufwärtsbewegung sollte sich auf Jahressicht fortsetzen, ...



... auch dank der Zentralbanknachfrage (globale Goldreserven in Tonnen)



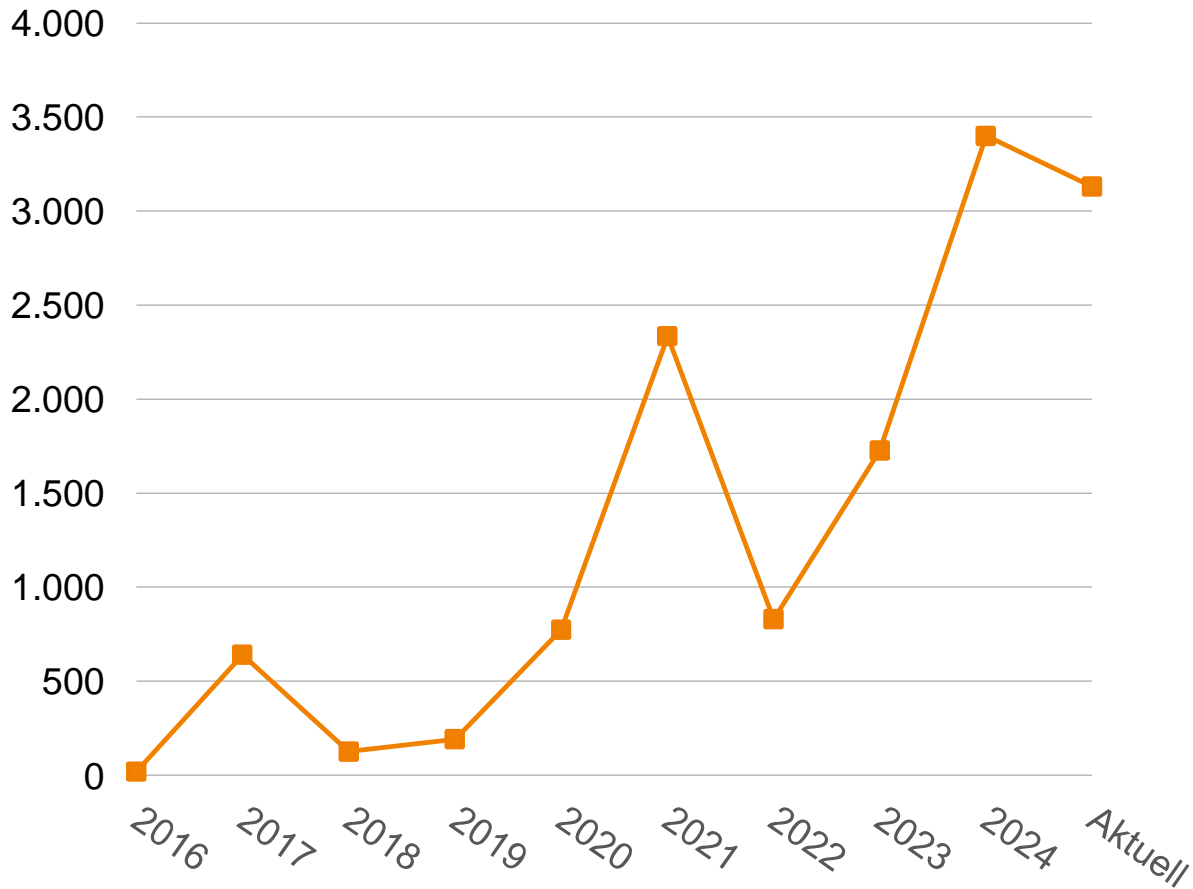
Quellen: Bloomberg, DZ BANK

Kryptowährungen: Gegenwind hat zuletzt spürbar zugenommen

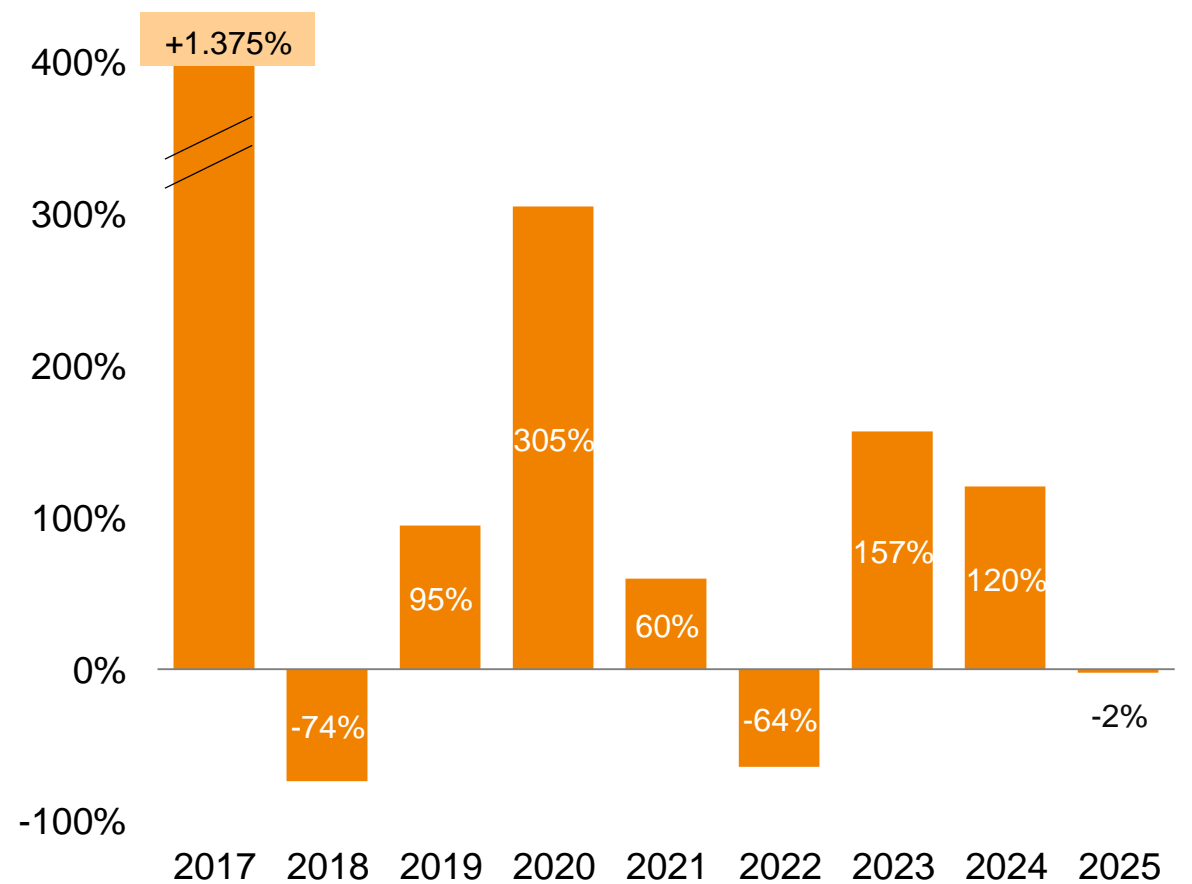


Bitcoin fällt nach Rekordhoch im Oktober jüngst auf Jahresausgangsniveau zurück

Krypto-Marktkapitalisierung (in Mrd. USD) in letzten Jahren gestiegen



Jährliche Renditen von Bitcoin überwiegend positiv, aber volatil (in %)



Quellen: DZ BANK, Bloomberg

Vielen Dank

Anhang

Anhang: Research-Infos und - Kanäle, die das Arbeitsleben einfacher machen

DZ Research auch als Blog, Podcast und auf LinkedIn

Wo immer, wann immer – kompetente und vielfältige Analysen



<https://dzresearchblog.dzbank.de/>

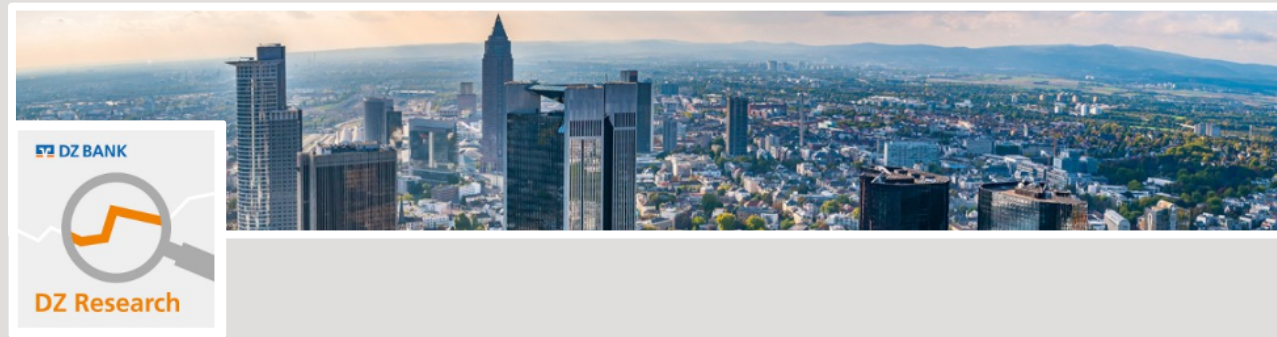


DZ Research Podcast

DZ Research

Über ApplePodcasts und Spotify

LinkedIn



Rechtliche Hinweise

1. 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 freigegeben.

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

Ist eine Research-Publikation in Absatz 1.1 ihrer Pflichtangaben ausdrücklich als ‚Finanzanalyse‘ bezeichnet, gelten für ihre Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

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 in-vestors‘ und / oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

Finanzanalysen dürfen nicht in die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Ist eine Research-Publikation in Absatz 1.1 ihrer Pflichtangaben ausdrücklich als ‚Sonstige Research-Information‘ bezeichnet, gelten für ihre Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen.

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.

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.

2. 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.

3. 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 an-gegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Markt-volatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrund-lagen, 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 ins-besondere 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.

4. 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.

5. 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 Wertpapierneben dienstleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wert-papier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegen-stand 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 Unter-nehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. 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 Emittenten 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, je-doch 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.

Rechtliche Hinweise

Ergänzende Information von Markit Indices Limited

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 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.

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