GENERALI INVESTMENTS

MARKETING KOMMUNIKATION FÜR PROFESSIONELLE ANLEGER IN DEUTSCHLAND

FIXED INCOME AUSBLICK

Navigieren in einem unsicheren Umfeld

JUNI 2025

Nach einem turbulenten Jahresbeginn, der von wechselnden Signalen der Zentralbanken, erneuten geopolitischen Spannungen und disruptiven Zollankündigungen der Trump-Regierung geprägt war, gehen die Rentenmärkte mit vorsichtiger Widerstandsfähigkeit in die zweite Jahreshälfte 2025.

Während die Inflation in Europa allmählich zurückgeht, sieht sich die USA mit einem komplexeren Bild aus Wachstumsverlangsamung und potenziellen politischen Fehltritten konfrontiert. Von europäischen Staatsanleihen bis hin zu Schwellenländeranleihen – Fixed-Income-Manager von Generali Investments teilen ihre Einschätzungen, wo sie in einem nach wie vor volatilen Umfeld Wertpotenziale sehen.

Sebastiano Chiodino
Head of Liability-Driven Investments,
Generali Asset Management

GENERALI ASSET MANAGEMENT

LDI-AUSBLICK: WELTWEIT STEIGENDE ZINSEN IN SICHT

Die globalen Rentenmärkte dürften von Handelsverhandlungen, geopolitischen Risiken, der Fiskalpolitik der Staaten und den Maßnahmen der Zentralbanken geprägt sein. Der weltweit zu beobachtende Trend zu steileren Renditekurven in den wichtigsten Industrieländern dürfte sich fortsetzen, wenn auch mit Gewinnmitnahmen aufgrund von geldpolitischen Kurswechseln, dem Wirtschaftswachstum und der Angebots- und Nachfragedynamik. Während die Märkte etwa zwei Zinssenkungen in den USA und Europa einpreisen, könnten die langfristigen Renditen, insbesondere in den USA, aufgrund von Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der Staatsfinanzen und der erhöhten Anleiheemissionen weiter steigen. Die Auswirkungen des US-Steuersenkungsplans, der mit der Agenda von Präsident Trump für seine erste Amtszeit in Einklang steht, könnten das Defizit in den nächsten zehn Jahren tatsächlich erheblich erhöhen. Der Druck auf die langfristigen Renditen in Japan und die bevorstehenden Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben in Europa, insbesondere in Deutschland, dürften ebenfalls zu diesem Trend beitragen. Darüber hinaus könnte der Haushalt Frankreichs für 2026 angesichts der politischen Fragmentierung und der Spannungen zwischen dem Präsidenten und der Regierung vor Herausforderungen stehen, da die fehlende parlamentarische Mehrheit Zweifel an der Planung und Nachhaltigkeit der Fiskalpolitik aufkommen lässt.

Diese Faktoren dürften die Stimmung der Anleger beeinflussen und sich auf die Rentenmärkte auswirken. Vor diesem Hintergrund dürften die 10-jährigen Zinsen in den USA und Europa kurzfristig in einer engen Bandbreite bleiben, wobei langfristig Aufwärtsrisiken bestehen.

An den Kreditmärkten dürften starke Fundamentaldaten und die Risikobereitschaft und Carry-Sucht der Anleger weiterhin hochwertige Anleihen stützen, was sich bislang in einer robusten Absorption des Angebots und stabilen Emissionsaufschlägen widerspiegelt. Allerdings könnte die Volatilität wieder zunehmen, wenn die Gesamtrenditen ins Minus rutschen, wobei die Spread-Entwicklung entscheidend von der Widerstandsfähigkeit der Renditehunger der Anleger abhängt. Die Hochzinsmärkte dürften weiterhin technisch getrieben bleiben, wobei die jüngsten Rallyes die Bewertungen komprimiert und das weitere Aufwärtspotenzial unserer Ansicht nach begrenzt haben, sodass Absicherungsstrategien in Betracht gezogen werden **sollten.**

Cindy A. Beaulieu
Managing Director and Portfolio manager,
Conning

CONNING®

SELBSTZUFRIEDENHEIT TROTZ CHAOS

Präsident Trump legte einen aggressiven Plan für seine zweite Amtszeit vor, den er mit Unterstützung des republikanisch kontrollierten Kongresses zügig umsetzen wollte. Dieser umfasste eine Einwanderungsreform, Handelsverhandlungen, die Verlängerung und Ausweitung seiner Steuersenkungen aus dem Jahr 2017 sowie Deregulierungsmaßnahmen. Die Marktteilnehmer waren optimistisch, dass diese Politik zu einem konstanteren und stärkeren Wirtschaftswachstum in den USA führen würde, was neue Höchststände an den Aktienmärkten, eine steilere US-Zinsstrukturkurve und engere Spreads bei festverzinslichen Wertpapieren zur Folge hätte.

Allerdings gab es einen Haken: Die hauchdünne Mehrheit der Republikaner könnte die Verabschiedung wichtiger Gesetze erschweren, und die Wirtschaftsdaten deuteten auf eine Verlangsamung des starken Wachstums in der zweiten Jahreshälfte 2024 hin. Dann kam der „Befreiungstag“ am 2. April, als Präsident Trump umfassende Strafzölle ankündigte, um andere Länder an den Verhandlungstisch zu bringen – was zu einem sofortigen und heftigen Einbruch der Märkte führte. Eine Woche später setzte Trump diese Zölle für 90 Tage aus, und es dauerte nicht lange, bis sich die Märkte wieder vollständig auf das Niveau vom Jahresbeginn erholten.

Wir blicken mit Vorsicht auf das zweite Halbjahr 2025. Die US-Wirtschaft scheint sich zwar zu stabilisieren, wenn auch auf einem niedrigeren Wachstumsniveau als im letzten Jahr, doch unserer Meinung nach berücksichtigen die Marktbewertungen erneut nicht die Risiken. Die politischen Ziele der Trump-Regierung sind nach wie vor mit großer Unsicherheit und Unvorhersehbarkeit behaftet. Der Arbeitsmarkt hält sich zwar stabil, könnte aber insbesondere bei einem ungünstigen Ausgang der Zollstreitigkeiten nachgeben. Angesichts der Ungewissheit wird die US-Notenbank gezwungen sein, trotz der von den Märkten eingepreisten weiteren Zinssenkungen abzuwarten. Unterdessen sehen wir in vielen Sektoren, in denen wir investiert sind, solide Fundamentaldaten, und dank der höheren Zinsen bleibt die Gesamtrendite von US-Anleihen attraktiv.

Mauro Valle
Head of Fixed Income,
Generali Asset Management

BTP-BUND-SPREADS ERREICHEN 100 BASISPUNKTE: KANN DIE RALLYE ANHALTEN?

Die jüngste Verringerung des BTP-Bund-Spreads unter 100 Basispunkte – ein Niveau, das seit März 2021 nicht mehr erreicht wurde – wurde durch eine Reihe positiver Faktoren getrieben. Das italienische Wirtschaftswachstum war in den letzten Jahren solide und lag über dem Durchschnitt des Euroraums, was zur Stabilisierung der Schuldenquote beigetragen hat. Dies wurde durch eine Haushaltspolitik unterstützt, die die öffentlichen Ausgaben unter Kontrolle hielt. Das Defizit Italiens für 2024 fiel mit 3,4% besser aus als erwartet, für 2025 wird eine leichte Verbesserung prognostiziert. Diese Entwicklungen wurden von den Ratingagenturen anerkannt, wie die jüngste Heraufstufung des Länderratings Italiens durch S&P auf BBB+ zeigt.

Die Marke von 100 Basispunkten ist eine wichtige technische Schwelle, die die BTPs in den letzten zehn Jahren nicht unterschreiten konnten. Ob die Spreads auf diesem Niveau oder darunter bleiben können, hängt von zwei wesentlichen Faktoren ab: einerseits von einer anhaltend positiven Konjunkturdynamik und einer disziplinierten Finanzpolitik und andererseits von einem globalen Umfeld mit stabilen oder sinkenden Zinsen. Ein weiterer wichtiger Faktor ist die Veränderung der fiskalischen Dynamik in der Eurozone. Die öffentlichen Ausgaben steigen in mehreren Ländern – nicht nur in Frankreich, sondern auch in Deutschland, das Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur angekündigt hat. Diese fiskalische Konvergenz trägt dazu bei, das Risiko einer Divergenz der Staatsanleiherenditen zu verringern, was den Anleihen der Peripherieländer Auftrieb gibt.

Auch wenn die aktuellen Spreads in Italien aus historischer Sicht weniger attraktiv sind, halten wir sie für tragfähig, und die gute Performance der BTPs dürfte sich mittel- bis langfristig fortsetzen. Ein Spread unter 100 Basispunkten ist an sich kein Grund, das Engagement zu reduzieren. Das Hauptrisiko liegt in der Marktvolatilität, wie sie im April zu beobachten war, als Trumps Ankündigung neuer Zölle den Spread auf 130 Basispunkte steigen ließ. Fundamentaldaten stützen die BTPs weiterhin, allerdings könnte die Volatilität eine gewisse Anpassung der Spread-Positionen rechtfertigen.

Bei Bundesanleihen sollten ein moderates Wachstum und eine Inflation nahe dem Zielwert der EZB von 2% mindestens eine weitere Zinssenkung ermöglichen. Renditen über 2,5% bieten Chancen für ein moderates Zinsengagement. Die Fed bleibt hingegen vorsichtig, wobei die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen bei etwa 4,5% als neutral angesehen werden, sofern sich der Arbeitsmarkt nicht abschwächt.

Stanislas de Baillencourt
Head of Asset Allocation & Fixed Income,
Sycomore Asset Management

ROBUSTE RENDITECHANCEN BEI VERANTWORTUNGSBEWUSSTEN EUROPÄISCHEN ANLEIHEN

Geopolitische Unsicherheiten, insbesondere aufgrund der Politik der Trump-Ära, belasten weiterhin die globalen Wachstumsaussichten. Trotz der 90-tägigen Aussetzung der Zölle bleibt die allgemeine Unsicherheit hoch. Daher rechnen wir für die zweite Jahreshälfte mit einem relativ geringeren Wachstum in den USA. In Europa hingegen ist die Inflation nun unter Kontrolle, und angesichts des geringeren Wachstums und der niedrigeren Inflation hat die Europäische Zentralbank erheblichen Spielraum für Zinssenkungen, möglicherweise bis auf 1,75 % in den kommenden Monaten.

Das kürzlich angekündigte 100-Milliarden-Euro-Konjunkturpaket der Bundesregierung ist ein substanzieller Impuls für die Wirtschaft und die Kreditmärkte. Allerdings erhöht es auch den Aufwärtsdruck auf die langfristigen Renditen, während die Lockerung der Geldpolitik durch die EZB die kurzfristigen Zinsen senkt, was zu einer steileren Zinsstrukturkurve führt. Diese Dynamik schafft in Verbindung mit dem Roll-Down-Effekt ein günstiges Umfeld für Anleger in festverzinsliche Wertpapiere.

Bei den Unternehmensanleihen haben sich die Gewinne trotz eines volatilen makroökonomischen Umfelds als widerstandsfähig erwiesen. Da sich der Geldmarkt innerhalb von zwölf Monaten halbiert hat, steigt die Nachfrage nach renditestarken Anlagen, insbesondere nach Unternehmensanleihen, wie an den Primärmärkten zu beobachten ist. Die Spreads sind derzeit eng, was jedoch auf starke Fundamentaldaten, niedrige Ausfallquoten und eine anhaltende Nachfrage der Anleger zurückzuführen ist.

Verantwortungsbewusstes Investieren gewinnt ebenfalls an Bedeutung, da die Nachfrage der Anleger steigt, die sich die aktuellen Renditen sichern wollen. Gleichzeitig wächst das Angebot an ESG-zertifizierten Instrumenten rasch, da Emittenten mehr Sustainability-Linked Bonds (SLBs) und Anleihen mit integrierten ESG-Kriterien auf den Markt bringen.

Mit Blick auf die Kreditsektoren haben wir unser Engagement im Automobilsektor reduziert und konzentrieren uns weiterhin auf Crossover-Titel (BBB–BB), um attraktive risikobereinigte Renditen zu erzielen. Europäische Hochzinsanleihen zeigen sich gegenüber den USA weiterhin relativ widerstandsfähig, da sie weniger stark in Öl, Gas und Grundstoffen engagiert sind – Sektoren, die aufgrund sinkender Rohstoffpreise unter Druck stehen. Auch die strengeren ESG-Kriterien in Europa heben die Region positiv ab und bieten in dem aktuellen Umfeld mehr strukturelle Unterstützung und Stabilität.

Zusammenfassend sind wir optimistisch, dass Europa aufgrund der besser kontrollierten Haushaltslage und der günstigeren Sektorenausrichtung ein stärkeres Umfeld für verantwortungsbewusste Anleihen bietet als die USA.

Witold Bahrke
Senior Macro & Allocation Strategist,
Global Evolution

EM-ANLEIHEN: OUTPERFORMANCE IST KEIN ZUFALL

Die Konsensprognose zu Jahresbeginn hat sich als spektakulär falsch erwiesen: Die Handelswiderwinde haben den Schwellenländeranleihen (EMD) nicht geschadet, die sich besser entwickelt haben als viele Industrieländer. Das ist kein Zufall. Vielmehr zeugt dies davon, dass EM-Anleihen von zwei wichtigen Top-down-Themen profitieren, die auch in der zweiten Jahreshälfte 2025 einen fruchtbaren Boden für EMD-Renditen bieten dürften.

Erstens geht es um den Höhepunkt des US-amerikanischen Exzeptionalismus. Die Wachstumsunterschiede zwischen den USA und dem Rest der Welt entwickeln sich zugunsten der anderen Länder. Die fiskalischen Wachstumsimpulse werden in den USA zurückgefahren und anderswo verstärkt. Außerdem trifft der Handelskrieg die Stimmung in den USA am härtesten. Dies setzt den US-Dollar unter Druck und stützt die Währungen der Schwellenländer. Infolgedessen lockern sich die geldpolitischen Bedingungen, was die Risikobereitschaft in den Schwellenländern stützt.

Zweitens werden die Renditen von Schwellenländeranleihen durch die abklingende politische Unsicherheit gestützt. Der Weg dorthin ist steinig, aber die US-Zölle sind gegenüber ihrem hohen Niveau von Anfang April zurückgegangen, da das Weiße Haus in diesem Zoll-Poker eher zur Zurückhaltung neigt. Die geopolitische Unsicherheit wird jedoch weiterhin hoch bleiben. Die gute Nachricht ist, dass sich Frontier Markets und insbesondere Schwellenländeranleihen in lokaler Währung in einem Umfeld hoher, aber nicht extremer geopolitischer Unsicherheit gut entwickeln.

In letzter Zeit haben die Wachstumserwartungen für die USA ihren Tiefpunkt erreicht. Taktisch gesehen dürfte die politische Unsicherheit den US-amerikanischen Exzeptionalismus als dominierenden Treiber für die Risikobereitschaft in den Schwellenländern ablösen. Von einer solchen Verschiebung profitiert vor allem das Kreditrisiko. Kurzfristig dürften daher Anleihen in Hartwährungen aus Schwellenländern eine Outperformance erzielen. Strategisch bevorzugen wir weiterhin Anleihen in Lokalwährungen, da die Wachstumsunterschiede wieder in den Vordergrund rücken werden, sobald der anfängliche Schock durch die handelspolitische Unsicherheit abgeklungen ist.

Wir bevorzugen Segmente, die weniger anfällig für zusätzliche Handelsbeschränkungen sind, wie Lateinamerika und die Frontier Markets. Darüber hinaus gehören Länder mit positiver Reformdynamik wie Argentinien oder Nigeria oder mit einer erhöhten Wahrscheinlichkeit für ein Rating-Upgrade auf Investment Grade wie Serbien und Oman zu unseren bevorzugten Länderauswahlen.

Simon Thorp
CIO of Corporate Credit,
Aperture Investors

DIE KREDITSTREUUNG BIETET LONG-/SHORT-KREDITINVESTOREN ZAHLREICHE CHANCEN

Die Kreditmärkte haben sich gut von den Tiefständen des durch Zölle ausgelösten Ausverkaufs im April erholt, obwohl die Spreads für US-Hochzinsanleihen weiterhin 50 Basispunkte über den engsten Niveaus des ersten Quartals 2025 liegen (die Spreads in Europa sind um 20 Basispunkte höher). Auf die kurze Phase der Abflüsse folgten starke Zuflüsse in diese Anlageklasse. Angesichts der (bislang) stabilen makroökonomischen Daten scheint die im zweiten Quartal beobachtete Volatilität unangebracht und der Vergangenheit angehörig zu sein.

Wir sind der Ansicht, dass die Kreditmärkte gut positioniert sind, um von einem Umfeld mit voraussichtlich moderatem Wachstum und allmählich sinkenden Zinsen zu profitieren. Die Kreditspreads sind aus historischer Sicht eng, aber gerechtfertigt, da die zugrunde liegenden Kredite qualitativ hochwertiger und kürzer gefasst sind als in der Vergangenheit, während die Staatsanleihemärkte insgesamt eine deutlich geringere Qualität aufweisen. Bei einer Aufschlüsselung des Kreditmarktes sehen wir eine erhöhte Streuung zwischen Sektoren und einzelnen Emittenten, was auf attraktive Chancen für Long-, Short- und Relative-Value-Positionen hindeutet.

Mit Blick auf die Zukunft gehen wir davon aus, dass insbesondere die Sektoren Automobil, Chemie, Energie und Einzelhandel eine Outperformance erzielen werden, sofern die Inflation unter Kontrolle bleibt, das Wirtschaftswachstum zufriedenstellend ausfällt, die Zölle auf einem niedrigen Niveau bleiben und die Zinssenkungen wie erwartet in naher Zukunft erfolgen.

Sollte jedoch eine Rezession zu einer echten Sorge werden und/oder die Renditen für US-Staatsanleihen steigen (fiskalische Großzügigkeit/steigende Inflationserwartungen), dürften sich die Kreditmärkte stark umkehren. Dies könnte durch Abflüsse getrieben werden und attraktive risikobereinigte Renditen auf der Short-Seite bieten, da die Märkte beginnend steigende Ausfallrisiken einpreisen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Welt zwar etwas weniger volatil zu sein scheint als zu Beginn des zweiten Quartals, die Unsicherheit (sowohl wirtschaftlich als auch geopolitisch) jedoch nach wie vor hoch ist. Wir sind der Ansicht, dass die Anlageklasse Kredite im Jahr 2025 das Potenzial für starke risikobereinigte Renditen hat. Vor dem Hintergrund der erhöhten Unsicherheit sind unserer Meinung nach abgesicherte Kreditstrategien gut positioniert, um dieses unsichere Umfeld zu meistern.

Mauro Ratto
Co-Founder & Co-Chief Investment Officer,
Plenisfer Investments

Plenisfer INVESTMENTS

VORSICHTIGER OPTIMISMUS MIT FOKUS AUF REALRENDITEN UND UNEINGESCHRÄNKTEN CHANCEN

Das erste Halbjahr bot für Anleger in festverzinsliche Wertpapiere ein gemischtes Bild. Die Kreditmärkte blieben weitgehend widerstandsfähig, doch am unteren Ende des Ratingspektrums kam es erneut zu Volatilität, die vor allem durch geopolitische Risiken, Unsicherheiten im Zusammenhang mit Zöllen und Spreadausweitungen getrieben wurde. Während sich vieles davon inzwischen normalisiert hat – mit engeren Spreads und Aktienmärkten, die sich ihren Höchstständen nähern – prägen zwei herausragende Entwicklungen die Aussichten: ein schwächerer US-Dollar und wachsender Druck auf die US-Staatsanleihekurve.

Die jüngste Kehrtwende der US-Notenbank Fed ist bemerkenswert. Unter Verweis auf Stagflationsrisiken hat die Fed weitere Zinssenkungen vorerst ausgesetzt. Die Leitzinsen dürften nun in den nächsten zwei Jahren bei etwa 3,5 % bleiben, was den Anleiherallye aus dem ersten Quartal zum Stillstand bringen dürfte. Der kurze bis mittlere Teil der US-Zinsstrukturkurve – insbesondere die fünfjährige Laufzeit – bietet jedoch nach wie vor attraktive Renditen, da die Realrenditen unter der Annahme stabiler oder sinkender Inflationsraten bei etwa 1,5 % liegen.

Dennoch bleiben makroökonomische Prognosen schwierig. Einige technologiegetriebene Investitionen, wie beispielsweise das Wachstum der US-Rechenzentren, haben das BIP im ersten Quartal trotz eines Rückgangs aufgrund des gestiegenen Leistungsbilanzdefizits um etwa 1 % angekurbelt. Die Beschäftigungslage bleibt stark, aber das schwache Verbrauchervertrauen und der Rückgang der Einwanderung könnten zu Verzerrungen auf dem Arbeitsmarkt führen. Die Inflation ist aufgrund der an die Verbraucher weitergegebenen Zölle hartnäckiger, was das Bild zusätzlich verkompliziert.

Weltweit bleiben die Ölpreise gedämpft – vor allem aufgrund des Überangebots der OPEC –, was die Konjunktur stützt und die Inflation dämpft. Dieses empfindliche Gleichgewicht ist jedoch anfällig für geopolitische Schocks und Nachfrageschwächen.

Vor diesem Hintergrund scheinen die Euro-Zinskurven vollständig eingepreist, während im kurz- bis mittelfristigen Bereich der US-Zinskurve weiterhin Wertpotenzial besteht. Allerdings ist dies ein risikoreicher Bereich, wenn die Inflation wieder anzieht, insbesondere am langen Ende.

Die Spreads bleiben eng. Unsere Allokation in nachrangigen Anleihen und AT1-Anleihen hat sich in volatilen Phasen bewährt, aber dort gibt es jetzt nur noch begrenztes Wertpotenzial. Vielversprechender sind Schwellenländeranleihen in Lokalwährung, insbesondere aus Brasilien und Mexiko, wo die unabhängigen Zentralbanken die Zinsen hoch gehalten haben. Der nominale Leitzins Brasiliens liegt bei rund 13,5 % gegenüber einer Inflation von 7–8 %, was Realzinsen von rund 5–6 % bedeutet. Wir haben kleine Positionen in brasilianischen Lokalwährungsanleihen aufgebaut und prüfen auch Zinsswaps, um Carry ohne Währungsrisiko zu erzielen.

Insgesamt bleiben wir vorsichtig optimistisch und setzen in einem hochgradig unsicheren makroökonomischen Umfeld auf selektive Kreditengagements, ein flexibles Durationsmanagement und einen Fokus auf Realrenditen und Inflationstrends.

WICHTIGE INFORMATIONEN

Diese Mitteilung bezieht sich auf die unten aufgeführten Unternehmen und ist keine Marketingmitteilung in Bezug auf einen Fonds, ein Anlageprodukt oder Anlagedienstleistungen in Ihrem Land. Dieses Dokument dient nicht der Bereitstellung von Anlage-, Steuer-, Buchhaltungs-, professioneller oder rechtlicher Beratung.

Generali Investments Luxembourg S.A. ist eine Aktiengesellschaft (société anonyme) nach luxemburgischem Recht, die in Luxemburg als OGAW-Verwaltungsgesellschaft und Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) zugelassen ist und von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) reguliert wird – CSSF-Code: S00000988 LEI: 222100FSOH054LBKJL62.

Generali Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio ist eine italienische Vermögensverwaltungsgesellschaft, die von der Bank von Italien reguliert wird und als Vertriebsförderer des Fonds in den EU-/EWR-Ländern, in denen der Fonds zum Vertrieb zugelassen ist, fungiert – Via Niccolò Machiavelli 4, Trieste, 34132, Italien – C.M. n. 15376 – LEI: 549300DDG9IDT00X8E20.

Alle Meinungen oder Prognosen entsprechen dem Stand zum angegebenen Datum, können ohne vorherige Ankündigung geändert werden, sagen nichts über zukünftige Ergebnisse aus und stellen keine Empfehlung oder ein Angebot für ein Anlageprodukt oder eine Anlagedienstleistung dar.

Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Anleger in Italien bestimmt. Dieses Dokument ist nicht für Privatanleger oder US-Personen im Sinne der Regulation S des United States Securities Act von 1933 in seiner jeweils gültigen Fassung bestimmt.

Die Informationen werden von Generali Asset Management S.p.A. (der „Emittent") bereitgestellt. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten stammen, sofern nicht anders angegeben, vom Emittenten. Dieses Material und sein Inhalt dürfen ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung des Emittenten weder ganz noch teilweise reproduziert oder verbreitet werden.