

Der FIDUKA-Jahresausblick 2025

Von Marco Herrmann,
FIDUKA-Depotverwaltung GmbH

Mit der Wiederwahl von Donald Trump können wir Europäer in den nächsten vier Jahren auf die USA als verlässlichen Partner vermutlich nicht mehr zählen. In seiner zweiten Amtszeit dürfte Trump einen härteren Kurs gegen die Handelspartner der USA, die NATO und in innenpolitischen Fragen einschlagen. Seine unkonventionelle Art wird sowohl in der Politik als auch in der Weltwirtschaft für Unruhe sorgen. Lobenswert ist jedoch seine Initiative, den Staat mit Nachdruck effizienter und schlanker zu machen – eine Idee, die auch in Europa dringend mehr Beachtung finden sollte. Das Jahr 2025 verspricht viele Herausforderungen und Veränderungen. An den Finanzmärkten könnten die Schwankungen wieder zunehmen, woraus sich aber auch Chancen ergeben dürften.

Die Annahmen der FIDUKA:

1. Die Weltwirtschaft startet mit wenig Dynamik ins neue Jahr. Volkswirte prognostizieren derzeit ein globales Wachstum von nur 3% – Deutschlands Wirtschaft wird es schwer haben, überhaupt Wachstum zu erzielen. Die von Trump angedrohten Handelszölle würden zusätzlich belasten. Andererseits dürften Zinssenkungen, Deregulierung und mögliche Steuersenkungen in den USA (ab 2026) sowie Stimulierungsmaßnahmen in China positive Impulse für den Welthandel setzen. Auch in Europa dürfte der Ruf nach fiskalischen Maßnahmen lauter werden – jedoch eine Herausforderung angesichts der hohen Staatsschulden. Neue Ideen sind gefragt!

2. Die Inflation bewegt sich in Richtung der Zielmarken der Notenbanken – begünstigt von einer sich abschwächenden Weltkonjunktur. Für 2025 rechnen wir in der Eurozone mit einem Preisniveauanstieg von etwa 2%, wobei die »gefühlte« Inflation höher ausfallen dürfte. Mittelfristig könnten neue Handelszölle, eine expansive Fiskalpolitik und ein schwacher Euro die Inflation zusätzlich anheizen.

3. Schwächeres Wachstum und moderatere Inflationsraten sprechen für eine weitere Lockerung der Geldpolitik. Wir erwarten, dass die EZB den Einlagenzinssatz bis Ende 2025 von aktuell 3,0% um etwa 1,25%-Punkte absenkt. Die Fed



*Die Elite Report Redaktion wünscht
Ihnen frohe Weihnachten,
schöne besinnliche Feiertage
und einen guten Rutsch in das neue Jahr!*



»Die Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum 2025«

Der Elite Report ist für 39,80 Euro inklusive Mehrwertsteuer und Versand erhältlich. Handelsblatt-Abonnenten erhalten zehn Euro Rabatt (Auslandsporto wird extra berechnet).

Bestellungen per E-Mail unter:
bestellung@elitereport.de

dürfte zunächst vorsichtiger agieren, um die Folgen der neuen US-Politik besser abschätzen zu können. Sie senkt aber im Jahresverlauf den Leitzins voraussichtlich auf unter 4% (aktueller Zielbereich 4,5% bis 4,75%).



Marco Herrmann,
Geschäftsführer &
Chief Investment Officer,
FIDUKA-Depotverwaltung GmbH

www.fiduka.com

4. Die höheren US-Zinsen begünstigen den US-Dollar, der durchaus unter Parität zum Euro handeln könnte. Anschließend könnten politische Angriffe auf die Unabhängigkeit der Fed das Vertrauen in den US-Dollar belasten und ihn abschwächen in Richtung 1,05 – 1,10 zum Euro.

5. Trotz weiterer Zinssenkungen sehen wir nur begrenztes Potenzial für fallende Renditen bei langlaufenden Anleihen. Denn die steigende Staatsverschuldung führt

zu einer zunehmenden Ausgabe neuer Anleihen, während Staatsfonds aus China und Russland westliche Anleihen meiden. Zudem dürfte die Skepsis bezüglich des mittelfristigen Inflationsausblicks heimische Anleger vorsichtiger agieren lassen. Wir sehen die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bei 2% bis 2,25% und 10-jähriger US-Staatsanleihen bei über 4%.

6. Die Kurse US-amerikanischer Aktien handeln auf Rekordhoch und die Bewertungskennziffern erreichen historische Spitzen. Solange die Unternehmensgewinne um 10% und mehr wachsen, bleibt das vertretbar. Dank Hoffnungen auf Steuersenkungen und weniger Regulierung kann die Rallye im Rahmen des Gewinnwachstums weitergehen. Jedoch steigt die Anfälligkeit gegenüber Kurskapielen am Anleihenmarkt. Europäische Aktien wirken derzeit weniger attraktiv: schwaches Wirtschaftswachstum, technologischer Rückstand und drohende Steuererhöhungen. Allerdings macht der rekordhohe Bewertungsabschlag ggü. US-Aktien den europäischen Markt mittelfristig interessant. Grundsätzlich sollten sich Anleger auf größere Schwankungen als in 2024 einstellen. >>

Spezialisierungslehrgang

Zertifizierter Family Officer

**Ihr Können
kann sich sehen
lassen.**

ZERTIFIZIERTER
FAMILY OFFICER
FVF

www.fachseminare-von-fuerstenberg.de/family-officer

ANZEIGE



Fachseminare
von Fürstenberg

Vermögensverwaltung braucht Qualitäts- standards.

Nutzen Sie unseren zertifizierten Abschluss für Ihren Wettbewerbsvorteil.

► Überzeugen Sie durch

- nachgewiesene Qualitätsstandards
- mehr Transparenz im Qualifikationsprofil
- die Vermittlung von Sicherheit und Vertrauen
- eine aussagekräftige Orientierungshilfe

► Profitieren Sie von

- dem einzigartigen Spezialisierungslehrgang „Family Office“ mit zertifiziertem Abschluss
- interdisziplinärer Wissensvermittlung
- renommierten Referenten



7. Gold profitiert nicht nur von Anlegern, die Schutz vor Inflation und hohen Staatsschulden suchen, sondern auch von Käufen von Notenbanken, insbesondere China, Türkei und Indien. Sie sind wohl der Meinung, dass Gold sicherer ist als US-Staatsanleihen, denn in den letzten zehn Jahren wurde der Anteil von Gold als Teil ihrer Devisenreserven von 3% auf 10% erhöht. Da Gold selbst keine Zinsen zahlt, dürften weitere Zinssenkungen Gold aus Anlegersicht attraktiver machen. Die Entwicklung in den Beständen der Gold-ETFs zeigt, dass sich Finanzinvestoren bislang noch zurückgehalten haben. Hier besteht Nachholbedarf. Gold sollte also weiter glänzen können. Nächster Zwischenstopp 3.000 US-Dollar/Feinunze.

Anlagestrategie

Die Märkte werden sich zum Jahresstart auf die politischen Veränderungen fokussieren, vor allem in den USA nach dem Amtsantritt von Donald Trump. Auch wenn seine unorthodoxe Herangehensweise zunächst für Unruhe sorgen wird, bleibt die langfristige wirtschaftliche Ausrichtung der USA wachstumsfreundlich. Die Erfahrung zeigt, dass es für die Märkte nicht so entscheidend ist, wer im Weißen Haus sitzt.

Aber auch in Europa dürfte die Politik eine größere Aufmerksamkeit auf sich ziehen. Nicht nur in Deutschland stehen Wahlen an, gleich in mehreren Ländern wackeln die Regierungen ebenfalls (zum Beispiel in Frankreich und Spanien). Unabhängig vom Ausgang der möglichen weiteren Wahlen könnten als Ergebnis höhere Staatsausgaben folgen. In Deutschland könnte eine Lockerung der Schuldenbremse Investitionen in die dringend sanierungsbedürftige Infrastruktur ermöglichen. Dies wäre nicht nur ein wichtiger Impuls für die Konjunktur, son-

dern auch ein positiver Faktor für den deutschen Aktienmarkt.

Aktien bleiben auch im Jahr 2025 die vielversprechendste Anlageklasse. Eine Fortsetzung der starken Bewertungsausweitungen, wie sie 2024 zu beobachten war, ist jedoch unwahrscheinlich. Stattdessen dürften die Kursentwicklungen im Einklang mit den erwarteten Gewinnsteigerungen der Unternehmen stehen. Der Investmentfokus sollte weiterhin auf wachstumsstarken Technologiewerten und wenig konjunkturabhängigen Branchen liegen. Diese Sektoren profitieren von langfristigen Trends und können auch in volatileren Phasen ihre Gewinnmargen relativ stabil halten.

Anleihen bleiben ein essenzieller Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios, insbesondere zur Stabilisierung bei möglicherweise wieder höheren Marktschwankungen – an geopolitischen Risiken mangelt es bekanntlich nicht. Auch bleibt die Gefahr von Naturkatastrophen hoch. Aufgrund steigender Staatsschulden besteht jedoch die Gefahr, dass die Märkte langlaufende Staatsanleihen zukünftig kritischer bewerten werden. Attraktiver erscheinen kurzfristige Staatsanleihen sowie solide Unternehmensanleihen mit mittleren Laufzeiten, die ein ausgewogenes Verhältnis von Rendite und Risiko bieten.

Gold dürfte weiterhin einen wichtigen Beitrag zu Stabilität und Diversifikation im Portfolio leisten. In Anbetracht der berechtigten Skepsis in Bezug auf die Solidität der Staatsfinanzen weltweit sollte das Edelmetall ein zuverlässiger Schutz für die Kaufkraft bleiben. Es bietet Schutz vor finanziellen Risiken und dient als Absicherung gegen Währungsturbulenzen und Inflationssorgen. □



WERDEN SIE SINNSTIFTER!

Nichts verändert die Zukunft eines Kindes nachhaltiger als frühe Förderung und Bildung. Unterstützen Sie junge Menschen und werden Sie Teil der SOS-Stiftungsfamilie!

Mehr Infos unter www.sos-kinderdorf-stiftung.de



ANZEIGE



Elite-Vermögenskonvent Salzburg – die Nachlese

Qualität beflügelt Resonanz

Dem großen Lob und Dank folgte die inständige Bitte vieler Teilnehmer, nämlich die beeindruckende Rede des Abends schriftlich zu erhalten ... zum Nachlesen. Dem Wunsch folgen wir allzu gerne mit freundlicher Zustimmung der Präsidentin der Salzburger Festspiele Frau Dr. Kristina Hammer.

Sehr geehrter Herr von Schönfels, werte Preisträger des Vermögenskonvent des »Handelsblatt Elite Reports«, verehrte Damen und Herren, es ist mir eine große Freude und Ehre, Sie als Präsidentin der Salzburger Festspiele heute Abend hier im Rittersaal der Residenz zur diesjährigen Preisverleihung im Rahmen des 22. Vermögenskonvent begrüßen zu dürfen!

Gibt es einen idealeren – und angesichts des bezaubernden Christkindlmarkts vor der Tür – auch stimmungsvolleren Ort, um die Elite der Vermögensverwalter und Finanzdienstleister im deutschsprachigen Raum auszuzeichnen, als Salzburg, das Festspielgründer Hugo von Hofmannsthal als »das Herz vom Herzen Europas« bezeichnete? Es liege, so Hofmannsthal, »in der Mitte zwischen Süd und Nord, zwischen Berg und Ebene, zwischen dem Heroischen und dem Idyllischen. Herder und Napoleon haben den Glauben an Europa besessen, Goethe und die Französische Revolution begegnen sich in ihm. Der Glaube an Europa ist das Fundament unseres geistigen Daseins. Alles kommt darauf an, dass er durch aufbauende Taten immer wieder bekannt werde.«

Als ich gebeten wurde, heute die Begrüßungsansprache zu halten, habe ich – obwohl Branchenfremd – keinen Moment gezögert. Dafür gibt es mehrere gute Gründe, vor

allem aber entspricht die Gründungsphilosophie der Salzburger Festspiele von 1920 dem Anspruch nach Exzellenz, der uns hier alle vereint. Damals schrieb Hugo von Hofmannsthal: »Oper, Konzert und Schauspiel, und von allem das Höchste«. Nicht eine Programmidee wurde vorgegeben, sondern der absolute Qualitätsanspruch. Diesen Gründungsauftrag erfüllen die Festspiele seit über 100 Jahren und ein solches Streben nach höchster Qualität hat auch Sie alle heute hierher nach Salzburg geführt.

Darf ich Ihnen, die Zahlen und Daten so schätzen, die Salzburger Festspiele anhand ebensolcher etwas näher bringen: Im letzten Sommer haben wir an 44 Tagen 255.000 Festspielgäste aus 77 Nationen in 15 Spielstätten begrüßen dürfen und freuen uns über eine Auslastung von 98,2 Prozent.

»Alles Exzellente ist ebenso mühselig wie selten!« Wer von uns möchte diesen Satz, mit dem der niederländische Philosoph Baruch de Spinoza sein Monumentalwerk »Ethik« beschloss, nicht sofort unterschreiben. Ja, das Streben nach Exzellenz ist mühselig und erfordert harte Arbeit, Hingabe und Ausdauer. Exzellenz ist kein Ziel, sondern eine Reise, die ständiges Lernen, Verbesserung und Anpassung erfordert. Doch sind die Vorteile die Mühen durchaus wert. Exzellenz ist ein Wert, der unser Leben, unsere Arbeit und unsere Welt bereichert.

In den letzten Jahren sind Eliten in unserer Gesellschaft massiv in die Kritik geraten. Der ehemalige deutsche Bundespräsident Roman Herzog fragte bereits 1997 in seiner legendär gewordenen Berliner Rede: »Können unsere Eliten über die dogmatischen Schützengräben hinweg überhaupt noch Entscheidungen treffen? Wer bestimmt überhaupt noch den Gang der Gesellschaft: Diejenigen, die die demokratische Legitimation dazu haben, oder jene, denen es gelingt, die Öffentlichkeit für ihr Thema am besten zu mobilisieren?«

Politikverdrossenheit und Elitenverachtung sind längst keine Randerscheinungen mehr. Das Verhältnis zwischen dem Staat und seinen Bürgerinnen und Bürgern hat sich radikal verändert.

Wir erleben derzeit, wie Menschen in so vielen Ländern weltweit von der politischen Mitte an die Ränder des politischen Spektrums abrücken. Wir sind Zeitzeugen, wie

Gesellschaften sich spalten und Wahlen zu tektonischen, oftmals nationalistisch geprägten Verschiebungen führen. Anstatt, dass wir gemeinsam für unsere Werte und das Wohlergehen aller einzutreten, siegt oft das Trennende über das Gemeinsame. Dies spiegelt sich auch in der Sprache wider, im täglichen Umgangston, in der Zunahme von Aggressivität und Schuldzuweisungen.

Zur Elite zu gehören, ist plötzlich nicht mehr Ausdruck besonderer Leistung, sondern ein schwer zu tilgendes Stigma. Heißt das nun aber, dass die Eliten in unserer Gesellschaft ausgedient haben, dass wir auf sie verzichten können? Ich glaube nicht, im Gegenteil. Ich bin fest davon überzeugt, dass wir Eliten brauchen – in der Wissenschaft, in der Wirtschaft, im Finanzwesen und ja, in der Kunst. Menschen, die bereit sind Verantwortung zu übernehmen, auch und gerade in schwierigen Zeiten.

Die Salzburger Festspiele sind dafür ein leuchtendes Beispiel. Sie wurden vor über 100 Jahren, nach den entsetzlichen Erfahrungen des Ersten Weltkriegs, in einer Zeit von Not, bitterer Armut, aber auch politischer Radikalität gegründet, um die Kraft des Geistes und die menschliche Kreativität als das Verbindende zwischen Menschen unterschiedlicher Nationalitäten, Identitäten, Religionen und ethnischer Zugehörigkeit in den Mittelpunkt zu stellen.

Die Gründerväter der Salzburger Festspiele – der Dichter Hugo von Hofmannsthal, der Regisseur Max Reinhardt und der Komponist Richard Strauss – beließen es nicht bei schö-

nen Worten, sondern schritten zur Tat. Weder Hunger, noch Kampf, noch eine weltweite Pandemie – die Spanische Grippe – konnten sie entmutigen. Schwierige Zeiten, wie auch wir sie gerade wieder erleben, sollten uns eben keine Ausrede für Stillstand sein, sondern Ansporn zu aufbauenden Taten.

Um nochmals Roman Herzog zu zitieren: »Eliten müssen sich durch Leistung, Entscheidungswillen und ihre Rolle als Vorbild rechtfertigen. Ich erwarte auch eine klare Sprache! Wer – wo auch immer – führt, muss den Menschen, die ihm anvertraut sind, reinen Wein einschenken, auch wenn das unangenehm ist.«

Oder wie es der visionäre Vorstandsvorsitzende der Deutschen Bank, Alfred Herrhausen, dessen Ermordung sich am Samstag zum 35. Mal jährt, so treffend einforderte: »Wir müssen das, was wir denken, auch sagen. Wir müssen das, was wir sagen, auch tun. Und wir müssen das, was wir tun, dann auch sein.«

Wir sind alle gefordert, Verantwortung für unsere liberale Demokratie, für das Bekenntnis zu kulturellen und humanistischen Werten zu übernehmen. Dafür steht Salzburg, dafür stehen seine Festspiele.

Danke für Ihre Aufmerksamkeit.
Ich wünsche Ihnen einen schönen Abend.

Dr. Kristina Hammer



Wachstumsunternehmen zu Value-Bewertungen!

Von Georg Geiger, Value-Holdings AG

»The more ambitious the forecast, the less realistic, and the more likely it is to be wrong.«

(Lawrence M. Stein, US-Value-Investor)

Investieren im rezessiven Umfeld

Deutschland steckt seit zwei Jahren in der Rezession, 2023 und 2024 ist die Wirtschaft hierzulande geschrumpft. Das hat es in der deutschen Nachkriegsgeschichte bisher nur einmal gegeben, nämlich in den Jahren 2002 und 2003 nach dem Zusammenbruch des Neuen Markts. Mit diesem negativen Umfeld haben auch die Firmen zu kämpfen. Deutschland erlebt aktuell die schlimmste Pleitewelle seit 20 Jahren. Vor allem Industrieunternehmen, Bauunternehmen und kleine unternehmensnahe Dienstleister sind betroffen.



Georg Geiger ist Gründer und Vorstand der Value-Holdings AG

www.value-holdings.de

Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, beim Investieren sehr selektiv vorzugehen, um Reinfälle zu vermeiden. Dazu hilft es, bei der Auswahl der Investments die Kriterien des Value-Investing anzuwenden. Es sollten Unternehmen mit guter Marktstellung, überdurchschnittlichen Margen und Kapitalrenditen, gesunder Bilanz und niedriger Verschuldung sein. Doch auch Unternehmen mit heute noch gesunder Bilanz können in Schwierigkeiten kommen, wenn der Absatz stockt und sie nicht mehr wachsen.

Wachstumsunternehmen

In diesem Umfeld liegen Investments in sogenannte Wachstumsunternehmen nahe. Ein Wachstumsunternehmen zeichnet sich über einen längeren Zeitraum stetiges Wachstum aus, das erheblich über den Zuwachsraten der gesamten Volkswirtschaft liegt. Zudem sollten diese Unternehmen ein deutlich überproportionales Gewinnwachstum aufweisen. Wachstumsaktien bzw. Englisch »growth stocks« sind in der Regel deutlich teurer als Value-Unternehmen, d. h. die Bewertungsfaktoren wie Kurs-Gewinn-Verhältnis

(KGV), Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) oder Enterprise-Value zum Gewinn vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EV/EBITDA) sind wesentlich höher. Aber es ist wichtig zu beachten: Wenn man für ein gutes Unternehmen zu viel bezahlt, ist es kein gutes Investment!

GARP – Growth at reasonable Prices

Wir bei Value-Holdings sind Value-Investoren. Aber günstige Bewertungen alleine reichen nicht aus. »Ein Schnäppchen, das ein Schnäppchen bleibt, ist kein Schnäppchen« heißt es an der Börse. Deshalb suchen auch wir nach Unternehmen in Sektoren, die in den kommenden Jahren starkes Wachstum versprechen und selektieren die dort tätigen Unternehmen nach unseren Value-Kriterien. Prognostizierte Wachstumsraten von 20% und mehr beim Umsatz, wie sie von Growth-Investoren gefordert werden, wären uns allerdings zu hoch. Wir halten ein solches Wachstumstempo für nicht nachhaltig und für zu risikoreich und stimmen deshalb mit dem obigen Zitat von Lawrence Stein absolut überein. Es gibt jedoch zahlreiche Unternehmen mit einem nachhaltigen Umsatzwachstum zwischen 5% und 15%, deren Gewinne überproportional steigen und die mit einem niedrigen KGV zwischen 10 und 15 bewertet werden. Das ist in unseren Augen Wachstum zu vernünftigen Preisen, oder eben GARP.

Sektoren mit nachhaltigen Wachstumsperspektiven

Wachstumsunternehmen finden sich oft in Sektoren mit Megatrends. KI ist aktuell in aller Munde, IT-Sicherheit, Gesundheit, Digital Health, Robotik, Infrastruktur und Climate Solutions sind weitere Schlagworte. Viele Unternehmen in diesen Sektoren befinden sich jedoch am Anfang ihrer Entwicklung. Sie weisen noch kaum Umsätze aus und schreiben Verluste. Oder sie setzen voll auf Wachstum und die Eroberung von Marktanteilen. »The winner takes it all« ist die Motivation. Doch um eine Marktposition wie Google, Amazon oder Meta zu erreichen, sind hohe Investitionen erforderlich, die meist über viele Jahre Gewinne verhindern. Und am Ende gibt es einen »Winner«, viele andere bleiben auf der Strecke.

Wir investieren deshalb in etablierte Unternehmen, die von den globalen Megatrends profitieren und dadurch ihr Umsatz- und Gewinnwachstum steigern können. Dabei sind wir in den vergangenen Jahren insbesondere in vier Sektoren fündig geworden: Medizintechnik, Halbleiter, Industrielle IoT und Infrastruktur (Energie, Verkehr). >>

Energieinfrastruktur ist ein Wachstumsmarkt für Jahrzehnte

Die deutsche Energiewende wurde bereits nach der Reaktorkatastrophe in Fukushima eingeleitet und nach dem Einmarsch russischer Truppen in die Ukraine und der folgenden Gasmangellage wurde klar, die flächendeckende und stetige Energieversorgung Deutschlands ist äußerst fragil. Selbst wenn durch die Offshore-Windkraftanlagen in der Nordsee genügend Strom produziert werden könnte, muss er erst nach Süden transportiert werden. Das Gleiche gilt für Gas. Der Bau von LNG-Terminals reicht nicht aus, um die Industrie im Ruhrgebiet und im Süden der Republik zu versorgen.

In diesem Umfeld fand im März 2021 der Börsengang (IPO) der Friedrich Vorwerk AG statt. Ein Bauunternehmen, spezialisiert auf den Bau und den Betrieb von Gas- und Wasserstoffpipelines sowie Hochspannungsübertragungsnetzen. Dazu eine historisch hohe Profitabilität mit EBIT-Margen von 16% und großvolumigen Neuaufträgen für LNG-Terminals und Stromübertragungsnetzen. Eine perfekte IPO-Story. Der IPO-Preis von 45 Euro wurde von der Börse akzeptiert, zu verlockend waren die Perspektiven des Unternehmens. Aber ein Bauunternehmen mit 290 Mio Euro Umsatz und einer Marktkapitalisierung von 900 Mio Euro, dreimal Jahresumsatz? Ein KGV von 33 und ein EV/EBITDA von 15? Der Kurs stieg dann noch wenige Wochen bis auf 50 Euro. Unsere Unternehmensbewertung hatte einen Fair Value von 18 Euro ergeben. Doch dann begann die harte Realität für Unternehmen und Investoren. Die Großaufträge waren gewaltig, das Unternehmen hatte wenig Erfahrung mit diesen Dimensionen.

Während der Laufzeit der Rahmenverträge zog die Inflation an, Material und Personalkosten steigen, weshalb die vereinbarten Preise nicht mehr kostendeckend waren. Die schönen, neuen LNG-Projekte in Brunsbüttel und Wilhelmshaven produzierten Verluste. Die EBIT-Marge fiel im Gesamtunternehmen auf 3,7% statt auf 17% zu steigen, wie beim IPO versprochen. Zwei Jahre nach dem IPO lag der Kurs bei 10 Euro, von der Spitze hatte die Aktie 80% verloren. Dennoch: Das Unternehmen ist interessant. Wir führten zahlreiche Gespräche um zu erfahren, wie die Probleme behoben werden sollten. Klarere Projektdurchführungspläne wurden installiert, ein neues Projektcontrolling installiert und ein neues Vertragswerk mit Preisgleitklauseln eingeführt. Gleichzeitig wurden neue Aufträge gewonnen, die das Wachstum bis mindestens 2029 sicherstellen und

die EBIT-Margen stabilisieren. Nachdem sich die Ergebnisse aufgrund der umgesetzten Maßnahmen verbesserten stieg der Fair Value auf 27 Euro und wir hatten bei Kursen um 10 Euro die nötige »Margin of Safety« um zu investieren. Auch die Börse erkannte die verbesserten Aussichten von Friedrich Vorwerk bald, schon nach knapp zwei Jahren konnten wir die Position nach Erreichen des Kursziels bei 27 Euro verkaufen.

Fazit: Wachstum ist nicht alles! Es kommt immer auch auf die Bewertung an. Erfüllen Wachstumsunternehmen mit hohen Bewertungen die Erwartungen der Investoren nicht, dann drohen herbe Kursverluste. Ist die Bewertung dieser Aktien zum Kaufzeitpunkt günstig, sind Enttäuschungen beim Tempo der Umsatz- und Gewinnsteigerungen leichter zu verschmerzen, weshalb diese Aktien dann in der Regel weniger hart abgestraft werden. Und wenn der erwartete Wachstumskurs eintritt, versprechen Investitionen in Wachstumsunternehmen zu vernünftigen Preisen ein gutes Gewinnpotential. In der nächsten Ausgabe wollen wir Ihnen ein Wachstumsunternehmen aus dem Bereich Verkehrstechnik vorstellen, das alle unsere Anforderungen diesbezüglich erfüllt. □

Hinweis auf den Value-Holdings-Fondsbericht und den Aktionärsbrief der Value-Holdings AG: Wenn Sie sich dafür interessieren, wie Value-Holdings im Rahmen der Value-Investing-Strategie in Wachstumsunternehmen investiert, dann können Sie sich gerne auf unseren Verteiler für den vierteljährlich erscheinenden Value-Holdings Fondsbericht und/oder den Aktionärsbrief der Value-Holdings AG eintragen lassen. Senden Sie uns hierfür bitte eine E-Mail an: investoreninfo@value-holdings.de



Das »Cash-Drag-Problem« in den Renditen von Private Equity

Von Gerd Kommer und Luca Stagnitti,
Gerd Kommer Invest GmbH

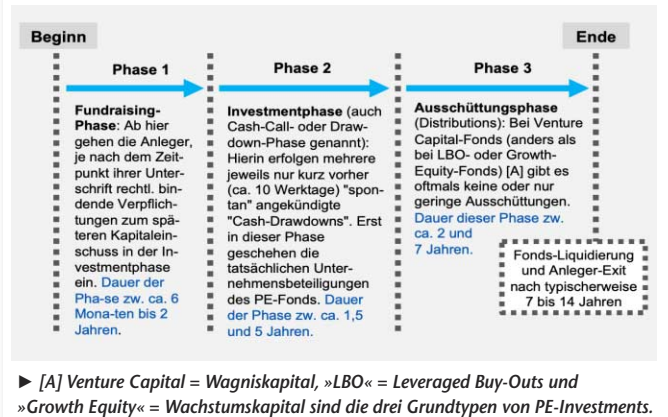
Wenn es um das vorteilhafte Präsentieren historischer Renditen ihrer Finanzprodukte und Anlagestrategien aus der Vergangenheit geht, dann sind Banken, Vermögensverwalter, Finanzberater, Immobilienmakler und Finfluencer sehr kreativ. Bei nahe jede denkbare Trickserei einschließlich systematischem Rosinenpicken bei Datentypen oder Zeiträumen und manipulativen Weglassungen wird genutzt, um die eigene Renditebilanz besser darzustellen als sie tatsächlich ist.

Weil »kreatives Rendite-Reporting« in der Investmentbranche, bei Finfluencern und sogar bei zahlreichen Finanzjournalisten so allgegenwärtig ist, hat Dr. Gerd Kommer diesem Thema in seinem Buch *Souverän Investieren mit Indexfonds und ETFs* (7. Auflage 2025) einen langen, 15-Seiten-Abschnitt gewidmet. Darin wird allerdings eine spezielle Mogelmethode nicht behandelt, um die es im vorliegenden Beitrag gehen wird. Diese Methode kommt in dem seit einigen Jahren stark wachsenden Anlagesegment Private Equity umfassend zur Anwendung. Was Private Equity (»PE«) ist und welche Rendite-Risiko-Kombination man von PE-Investments erwarten kann, haben wir in einem früheren Beitrag mit dem Titel »Private Equity – Wunsch und Wirklichkeit« erläutert ([Link hier](#)). Daher setzen wir für die Zwecke des vorliegenden Beitrags voraus, dass der Leser zumindest eine ungefähre Vorstellung vom Finanzprodukt Private Equity hat. Lesern, für die das nicht zutrifft, empfehlen wir zuerst einen Blick auf den genannten Beitrag oder den kurzen Eintrag zu PE auf der deutschen Wikipedia zu werfen ([Link hier](#)).

Wie sehen Struktur und Ablauf eines Private Equity-Investments aus?

Ein wichtiges Strukturmerkmal von Anlagen in einem PE-Fonds besteht darin, dass solche Investments aus der Sicht des Investors nahezu immer schrittweise in mehreren Teilbeträgen (Tranchen) erfolgen – also typischerweise verteilt über einen Zeitraum zwischen einem und fünf Jahren. Abbildung 1 illustriert den »Phaseninvestment-Charakter« eines PE-Fondsinvestments bis zur geplanten Fondsauflösung (Liquidierung) und Auszahlung des Fondsvermögens an die Anleger am Ende der Fondslaufzeit.

Abb. 1: Der Lebenszyklus eines PE-Fonds-Investments hat drei Phasen



Ein konkretes Beispiel für den Ablauf eines PE-Investments

Angenommen, Anleger Eduard hat sich in Phase 1 (Fundraising) zu einem Gesamtinvestment von 500.000 Euro verpflichtet und Phase 2 (Investment) dauert gemäß Fondsprospekt drei Jahre. Dann kann Eduard damit rechnen, dass er in diesen drei Jahren beispielsweise sechs »Cash-Calls« (Mittelabrufe) erhält, die sich auf 500.000 Euro aufaddieren. Die genauen Zeitpunkte, die Anzahl und die Höhe der einzelnen Cash-Calls sind ex ante allerdings nicht bekannt. Bekannt sind ex ante lediglich ihre Gesamthöhe (hier 500.000 Euro), der voraussichtliche Start und Endzeitpunkt der Cash-Call- oder Drawdown-Phase sowie eine Untergrenze und evtl. eine Obergrenze für einen individuellen Call. Sollte die allgemeine Marktentwicklung negativ von der Planung bei der ursprünglichen Auflage des Fonds abweichen, kann es zu unerwünschten Verlängerungen von Phase 1, Phase 2 und/oder Phase 3 kommen. Diese ungeplanten Verlängerungen sind in der Regel renditeschädlich. Hätte sich Eduard entschieden, seine 500.000 Euro in den Aktienmarkt (»Public Equity«) zu investieren, könnte er das in einer Summe sozusagen noch am Tag seines allerersten Investmententschlusses tun und wäre damit von Anfang an voll investiert. Selbst wenn Eduard die 500.000 Euro in einem abweichenden Szenario nicht sofort zur Verfügung stünden, beispielsweise, weil er dafür zuerst zwei seiner Eigentumswohnungen verkaufen muss, kann er den Vollzug seines Aktieninvestments völlig frei, flexibel und 100%-passgenau an seine Mittelzuflüsse anpassen. Hier besteht somit ein großer Unterschied zu einem PE-Investment.

Die Auswirkungen des Tranchenprinzips bei Private Equity auf die Rendite

PE-Investieren heißt also in Tranchen über einen längeren Zeitraum anzulegen, wobei die Zeitpunkte und Höhe der

einzelnen Mittelabrufe im Voraus nur grob bekannt sind. Hieraus entsteht ein »Renditeberechnungsproblem«, wie wir in den folgenden Tabellen 1 und 2 sehen werden.

Tabelle 1 stellt die Cash-Flows (Zahlungsflüsse) eines exemplarischen PE-Fonds-Investments von 100.000 Euro – das Gesamtinvestment von Anlegerin Elvira – in geringfügig vereinfachter Form dar. Die geplante Laufzeit des PE-Fonds beträgt neun Jahre. Elvira ist 2016 eine der ersten Anlegerinnen in der zwölf Monate dauernde Fundraising-Phase, die sich »committet«, sprich die sich per Unterschrift zum Investment verpflichtet. Im Dezember 2016 endet das Fundraising, da nun ausreichend Commitments zwischen 100.000 und fünf Millionen Euro von insgesamt 18 Investoren eingesammelt wurden. Jetzt beginnt die vierjährige Investmentphase (Phase 2). In unserem einfachen Beispiel erfolgen für Elvira darin vier, jeweils kurz vorher angekündigte Cash Calls à 25.000 Euro, immer am Jahresanfang. (Notabene: In der Wirklichkeit ist Elvira die individuelle Höhe und die Verteilung der Cash Calls innerhalb der vier Jahre nicht im Vorhinein bekannt.) Elviras Gesamt-Commitment von 100.000 Euro ist auf Ebene des Fonds erst nach vier Jahren komplett investiert.

Dann folgt die fünfjährige Ausschüttungsphase bis zur geplanten Auflösung des Fonds am Anfang von Jahr 10. In Tabelle 1 werden alle Cash-Flows dargestellt und eine Renditeberechnung vorgenommen. Wichtig dabei: Die Renditeberechnungsperspektive hierbei ist die der PE-Firma, also des Fonds-Managers, nicht die des Anlegers (Elvira).

In den letzten drei Jahren der Fondslaufzeit (Anfang 2022 bis Anfang 2025) erhält Elvira Ausschüttungen (Dividenden) von 4.000 Euro pro Jahr sowie Anfang 2025, dem Zeitpunkt der Fondsliquidation, den Exit-Erlös. Elviras anfängliches Investment von 100.000 Euro hat sich nach neun Jahren verdoppelt. Darüber hinaus hat sie in Summe noch 16.000 Euro Dividenden bezogen. Nach Auflösung des Fonds am Ende von Jahr 9 erhält Elvira von der PE-Firma einen abschließenden Renditebericht, aus dem sie eine Vorsteuerrendite von 12,7% p.a. entnimmt. Damit ist Elvira zufrieden, da die Zahl nach ihrer Einschätzung etwa drei Prozentpunkte über der langfristigen nominalen Durchschnittsrendite des Aktienmarktes liegt. Ein klein wenig wurmt sie allerdings, dass die 12,7% p.a. merklich unter der vor neun Jahren von der PE-Firma an sie kommunizierten, unverbindlichen Zielrendite des Fonds liegt. Diese betrug 16,5% p.a. Dumm nur, dass der Wert von 12,7% p.a. nicht stimmt, sondern nach oben übertrieben ist. Wenn Elvira eine normale Privatanlegerin im PE-Universum ist, dann wird sie das allerdings nicht bemerken.

In Tabelle 2 zeigen wir die Realität, die zu der niedrigeren, aber korrekten Rendite von 9,6% p.a. führt. Die negative Abweichung zur nach oben übertriebenen Rendite gemäß Tabelle 1 resultiert daraus, dass wir die Cash-Flows nun nicht mehr aus der für Elvira letztlich irrelevanten Perspektive der Fondsgesellschaft, sondern aus ihrer persönlichen Perspektive – der Anlegerperspektive – betrachten. Dadurch sehen die Cash-Flows in den ersten fünf Jahren plötzlich

Tabelle 1: Beispielhaftes PE-Fonds-Investment: Die Cash-Flows und die Endrendite der Anlegerin Elvira aus der Sicht der PE-Firma (alle Cash-Flows fanden am 1. Januar des Jahres statt)

Fonds-Lebenszyklus-Phasen	Jahr	Jahr-Nr.	Cash-Flows aus Sicht des PE-Fonds	Erläuterungen
Fundraising	2016	1		Anleger-Commitment am Beginn von 2016
Investment	2017	2	-25.000 €	Cash Call 1 [B]
	2018	3	-25.000 €	Cash Call 2
	2019	4	-25.000 €	Cash Call 3
	2020	5	-25.000 €	Cash Call 4
Distribution	2021	6	---	
	2022	7	+4.000 €	Erste Ausschüttung [B]
	2023	8	+4.000 €	Zweite Ausschüttung
	2024	9	+4.000 €	Dritte Ausschüttung
	2025	---	+204.000 €	Exit-Erlös + vierte Ausschüttung
→ IRR-Rendite [A]			12,7 % p.a.	(Interner Zinsfuß)

[A] "IRR" = Internal Rate of Return = Interner Zinsfuß. [B] In allen acht hier vereinfacht dargestellten Cash-Flows sind in der Realität die Management-Gebühren, die an die PE-Firma fließen, enthalten (verrechnet). Steuern nicht berücksichtigt.

Tabelle 2: PE-Fonds-Investment: Cash-Flows aus Tabelle 1 und Endrendite aus Anlegersicht (alle Cash-Flows fanden am 1. Januar des Jahres statt)

Fonds-Lebenszyklus-Phasen	Jahr	Jahr-Nr.	Cash-Flows aus Sicht des Anlegers	Erläuterungen
Fundraising	2016	1	-100.000 €	Anleger-Commitment am Beginn von 2016
Investment	2017	2	+2.000 €	Elviras jährliche Zinseinnahmen aus dem noch nicht investierten Gesamt-Commitment von 100.000 Euro (jeweils am 1.1. für das Vorjahr gezahlt). [B]
	2018	3	+1.500 €	
	2019	4	+1.000 €	
	2020	5	+500 €	
Distribution	2021	6	---	
	2022	7	+4.000 €	Erste Ausschüttung [B]
	2023	8	+4.000 €	Zweite Ausschüttung
	2024	9	+4.000 €	Dritte Ausschüttung
	2025	---	+204.000 €	Exit-Erlös + vierte Ausschüttung
→ IRR-Rendite [A]			9,6 % p.a.	(Interner Zinsfuß)

► [A] "IRR" = Internal Rate of Return = Interner Zinsfuß. ► [B] In allen acht hier vereinfacht dargestellten Cash-Flows sind in der Realität die Management-Gebühren, die an die PE-Firma fließen, enthalten (verrechnet). ► Steuern nicht berücksichtigt.

ganz anders aus. Warum weichen die Cash-Flows und damit die resultierende Rendite (IRR) in Tabelle 2 (Elviras Perspektive) so stark von denjenigen in Tabelle 1 (Perspektive des Fonds) ab? In Tabelle 2 sehen wir, dass Elvira die 100.000 Euro im Moment ihrer Unterschrift (Januar 2016, dem Zeitpunkt ihrer rechtlich bindenden Investmentverpflichtung) auf einem Tagesgeldkonto parkte, um die beim nächsten Cash-Call abgerufene Liquidität kurzfristig und ohne Risiko bereitstellen zu können.

Elvira reserviert die besagten 100.000 Euro im Januar 2016 (»Tag 1«) auf einem Tagesgeldkonto, damit sie bis zu den geplanten Cash-Calls im Verlauf der folgenden vier Jahre, erstens, »sofort überweisungsbereit« ist und, zweitens, in der Zwischenzeit, für die noch nicht in den PE-Fonds investierten Mittel eine Geldmarktverzinsung erwirtschaftet. Den Guthabenzinssatz dafür haben wir in Tabelle 2 mit 2 % p.a. angenommen. Die positiven Cash-Flows in den vier Jahren von 2017 bis 2020 sind Elviras Zinserträge.

Elvira musste ab dem Tag ihrer Unterschrift Anfang 2016 deswegen quasi »sofort überweisungsbereit« sein, weil (a) bis zum Beginn der Investmentphase (Phase 2) nur noch ein kurzer Zeitraum von voraussichtlich (aber nicht sicher) 12 Monaten war, (b) sie als Anlegerin in den Fonds nicht wissen konnte, zu welchem genauen Zeitpunkt und in welcher Höhe die Cash-Abrufe in der Investmentphase kommen würden sowie (c) weil es finanzielle Strafen (»Penalties«) seitens der Fondsgesellschaft für die Nicht-Honorierung eines Cash-Calls gab.

Kurzer finanzmathematischer Exkurs: Wenn es bei einem Investment mehr als nur eine einzelne anfängliche Einzahlung (Einmalinvestment) gab, dann ist es für die korrekt berechnete Rendite von beträchtlicher Bedeutung, wie genau die einzelnen Einzahlungen (und Auszahlungen) während der Gesamtlaufzeit des Investments verteilt sind. Bei gegebenen laufenden Ausschüttungen und einem gegebenen Endwert wird die korrekt errechnete Rendite umso höher sein, je später bzw. langsamer der Anleger sein Geld in das Investment einschießen musste. Das ist der Hauptgrund, warum die Rendite in Tabelle 1 diejenige in Tabelle 2 übersteigt.

Was ist mit Penalties gemeint? Wenn ein PE-Anleger einem gegebenen Cash-Call nicht nachkommt, dann wird er gemäß der vertraglichen Vereinbarung zwischen ihm und der PE-Firma mit finanziellen Nachteilen bestraft. Wie schwerwiegend diese Penalties bei einem gegebenen Fonds sind, lässt sich hier aus Platzgründen nicht darstellen, da die Einzelfalllösungen zu individuell und zu vielfältig sind.

Am meisten verbreitet sind hohe Strafzinsen. Auf alle Fälle sind die Penalties so scharf, dass sie eine Abschreckungswirkung entfalten und Anleger einen Cash-Call daher nur im absoluten Notfall nicht erfüllen. Sofern sich der Anleger ab dem Datum seines Commitments (Unterschrift) in der Fundraising-Phase entscheidet, kein vollständiges Cash-Investment vorzuhalten – also anders agiert als Elvira – geht er das Risiko renditemindernder Penalties ein und verschlechtert damit in der Regel die Renditeaussichten seines PE-Investments. >>>

Warum das Penalty-Risiko nicht einfach auf sich nehmen?

Natürlich könnte Elvira das Vorhalten ihrer niedrig verzinslichen Cash-Call-Reserve und damit dessen Opportunitätskosten am Start ihres Commitments »verweigern«, weil sie davon ausgeht, rechtzeitig vor einem Cash-Call Liquidität aus anderen Quellen zu beziehen. Sofern diese Mittel wider Erwarten nicht rechtzeitig verfügbar wären, hätte sie als Anlegerin drei Alternativen:

- a) die vertragsgemäße Strafe (Penalty) für die Nichtthonorierung eines oder gegebenenfalls mehrerer Cash-Calls in Kauf nehmen;
- b) selbst einen Kredit zur vorübergehenden oder dauerhaften Fremdfinanzierung des/der Cash-Calls aufnehmen;
- c) den an sich nicht geplanten »Notverkauf« eines anderen liquiden Vermögensbestandteils (z. B. Aktien, Anleihen, Fondsanteile, Edelmetalle, Cryptos) zur Finanzierung des/der Cash-Calls vornehmen.

Vorgehensweise (a) ist in Bezug auf das PE-Investment garantiert renditemindernd. Vorgehensweise (b) bedeutet die Einführung eines Kredithebels (»Leverage«) und kann Elviras Anlegerrendite sowohl heben als auch senken, macht sie aber auf jeden Fall risikoreicher, als sie es ohne Leverage wäre. Vorgehensweise (c) ist in Bezug auf die erwähnten liquiden Investments statistisch in mehr als der Hälfte der Fälle renditemindernd. (Bei institutionellen Investoren sind die Renditeschäden aus dem Cash-Drag-Problem im Vergleich zu Privatanlegern möglicherweise geringer, weil bei diesen Anlegern mehrköpfige Investment-Teams aus Profis umfangreiche, diversifizierte Portfolios verwalten. Daher bestehen hier mehr Möglichkeiten zu einem anspruchsvollen Liquiditätsmanagement.)

Wir haben nun gesehen, dass die von PE-Fonds ausgewiesenen Renditen wegen der gezielten Zugrundelegung eines »falschen« Cash-Flow-Profiles – nämlich dem Profil aus der Sicht des Fonds statt dem Profil aus Sicht des Anlegers – nach oben verzerrt sind. Aus der akademischen Fachliteratur zu Verzerrungen in den veröffentlichten Renditen von PE-Fonds und PE-Fonds-Datenbanken lässt sich entnehmen, dass der Cash-Drag-Effekt zusammen mit anderen Verzerrungseffekten wie z. B. unvollständiger Berücksichtigung von Gebühren, dem Survivorship Bias in den PE-Rendite-Datenbanken, in Kauf genommenen Methodenfehlern oder -willkür bei der Renditeberechnung und anderen Effekten zwischen einem und vier Prozentpunkten per annum ausmacht.

Die Implikationen für Immobilieninvestments und Geschlossene Fonds

Vielleicht fiel Lesern, die nennenswerte Erfahrungen mit Immobilienbauprojekten haben, beim Lesen dieses Textes bis an diese Stelle auf, dass das Cash-Drag-Phänomen auch bei Immobilieninvestments mit Bauphase auftritt. Die von Bauträgern (Projektentwicklern) angestellten Renditeberechnungen von Immobilieninvestments mit Bauphase ignorieren den Cash-Drag-Effekt in der Regel ebenfalls, ähnlich wie es die PE-Branche tut.

Bei der Erstellung und Berechnung von Immobilienpreisindizes wird der Cash-Drag-Effekt bei Neubau- oder Sanierungsimmobilien, die in den Index Eingang finden, ebenfalls nicht berücksichtigt. Gleiches gilt für den in Deutschland verbreitete Fondstypus »Geschlossene Fonds«, den man sarkastisch als »Private Equity für den kleinen Mann« bezeichnen könnte (wenngleich die Anbieter von Geschlossenen Fonds selten das Etikett »Private Equity« verwenden). Geschlossenen Fonds investieren in Immobilien, Flugzeuge, Schiffe, Industriecontainer, Windparks, Solarparks und Hollywoodfilme. Alles in allem dürften Geschlossene Fonds in Deutschland während der vergangenen rund 25 Jahre – selbst ohne die Renditekorrektur um den Cash-Drag-Effekt – kollektiv ein Desaster gewesen sein. Weil die Branche deswegen keine Zahlen veröffentlicht, lässt sich das jedoch nicht einfach beweisen.

Fazit:

Private Equity produziert unattraktivere Renditen-Risikokombinationen als die PE-Branche nach außen kommuniziert. Das haben wir durch eigene frühere Auswertungen und durch eine Auwertung der akademischen Literatur zur PE gezeigt. Einer von mehreren Gründen, warum PE-Renditen für Anleger in Wirklichkeit niedriger sind als diejenigen, die die PE-Branche für einzelne Fonds oder die gesamte Branche in Gestalt von PE-Indizes veröffentlicht, ist das hier skizzierte Cash-Drag-Phänomen. Mit ihm drücken PE-Anbieter ihre ausgewiesenen Renditen relativ zu den Renditen, die die Anleger tatsächlich realisieren, im Schnitt zwischen einem und zwei Prozentpunkten per annum nach oben – ohne Berücksichtigung anderer Verzerrungseffekte, die in der Fachliteratur beschrieben werden. Die Nichtberücksichtigung des Cash-Drag-Phänomens verfälscht auch die Renditen von Immobilienprojekten mit Bauphase, Geschlossenen Fonds und Immobilienindizes.

Zum Beitrag (mit Appendix): gerd-kommer.de

2024 war insgesamt ein ansprechender Anlagejahrgang

Von Gérard Piasko, Maerki Baumann & Co. AG

Trotz volatiler Phasen kann 2024 im historischen Vergleich als ansprechendes Anlagejahr gelten. Dabei stehen die gute Performance von Gold und US-Aktien heraus, was mit geopolitischen Spannungen auf dieser Seite des Atlantiks, besser als erwarteten US-Unternehmensresultaten und Goldkäufen durch Zentralbanken zusammenhängt. Eine Favorisierung von amerikanischen und schweizerischen Aktien und vor allem von globalen Qualitätsaktien generell und speziell gegenüber Aktien der Eurozone könnte mittel- bis langfristig interessante Perspektiven ergeben.

Die globalen Wirtschaftsdaten verlaufen in letzter Zeit weniger synchron als früher. In den USA zeigt sich eine relativ robuste Konjunktur, in Europa hingegen nehmen die wirtschaftlichen Unsicherheiten zu, unter anderem auch wegen den politischen Spannungen. Unklarheit über die künftige deutsche Regierung bzw. deren Wirtschaftspolitik und Risiken im Zusammenhang mit der französischen Verschuldung und dem französischen Budgetdefizit stehen dabei im Vordergrund. In China und anderen Schwellenländern dominieren gemischte Wirtschaftssignale, wobei partiell einige chinesische Konjunkturdaten von den im November angekündigten Wirtschaftsstimulierungen profitieren konnten. Die Wirtschaftsentwicklung der Schweiz zeigt sich besser als die der Eurozone, wobei derzeit mit Argusaugen die Situation in der Eurozone und dabei besonders in Deutschland zu beobachten ist. Eine Verbesserung der Eurozone-Konjunktur wäre für die Schweiz willkommen.

Aktien: Die globalen Aktienmärkte konnten in den vergangenen Wochen von mehrheitlich positiven Tendenzen profitieren. US-Aktien wurden einerseits von den Resultaten der US-Wahlen nach oben gehievt, da die Marktteilnehmer nach dem weit mehr als erwartet klaren Sieg der Republikaner von tief bleibenden oder sogar fallenden Unternehmenssteuern ausgehen, was amerikanische Aktien mehr unterstützt hat als andere Aktienmärkte. Andererseits zeigten sich die Resultate der US-Unternehmen robust und besser als die Resultate der Firmen anderer Länder und Regionen, obwohl auch diese die Analystenerwartungen teilweise übertrafen. Interessanterweise zeigen sich

unterdessen zwischen den Branchen und auch innerhalb von Branchen zwischen einzelnen Firmen mehr Unterschiede in den Resultaten als in früheren Marktphasen. Das bedeutet, dass es mehr als früher auf die richtige Auswahl von Einzelaktien bzw. guter Unternehmen ankommen dürfte. Generell macht es also wohl Sinn, auf qualitativ hochwertige Aktien zu fokussieren. Die sogenannten Qualitätsaktien, welche bekanntlich historisch einen guten »Track Record« bzw. einen guten Gesamtertrag im langfristigen Vergleich zum Weltaktienindex aufweisen, zeichnen sich durch robuste Profitabilität gemessen an der Eigenkapitalrendite und auch durch eine relativ niedrige Verschuldung aus. Der letzte Faktor könnte dann wichtig werden, wenn die Zinsen doch weniger rasch als gedacht sinken oder wenn der Trend zu steigender Staats- und Gesamtverschuldung der globalen Wirtschaft anhält.

Gérard Piasko,
Chief Investment Officer,
Maerki Baumann & Co. AG

www.maerki-baumann.ch



Obligationen: Die Tendenzen der Anleihen waren in der letzten Zeit von mehr Divergenzen geprägt. In der Schweiz stützte der noch klarer als vom Konsens erwartete Abwärtstrend der Schweizer Inflation die Schweizer Obligationen, deren Performance 2024 viele Marktteilnehmer positiv überraschte. In den USA hingegen zeigte sich nach dem Wahlsieg der Republikaner ein eher steigender Trend bei den Anleiherenditen bzw. Volatilität der Marktzinsen. Dies unter anderem darum, weil der Markt das Risiko eher bei höherem US-Wirtschaftswachstum wegen tief bleibenden Steuern sieht und eventuell höherer Inflation wegen besserem Nachfragewachstum und wahrscheinlich höheren Zöllen. Entsprechend preisten die Marktteilnehmer in der Folge weniger US-Leitzinssenkungen ein als noch vor den US-Wahlen. Europäische Anleihen ausserhalb der Schweiz tendierten je nach Land unterschiedlich, Frankreich zeigte sich schwächer. Insgesamt sind global die Zusatzrenditen von Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen seit vielen Monaten gesunken bzw. die sogenannten Credit Spreads sind zurückgegangen. Daher ist es ratsam, auch bei Obligationen der Unternehmensqualität mehr Beachtung zu schenken. Wir bleiben bei unserer globalen Favorisie-

rung von höherer Kreditqualität, also von Investment-Grade-Anleihen gegenüber High-Yield-Anleihen.

Währungen: Der US-Dollar konnte nach dem unerwartet klaren Sieg des republikanischen Kandidaten Trump bei den US-Präsidentschaftswahlen deutlich profitieren, da die Finanzmärkte eine steigende Wahrscheinlichkeit von höheren Importzöllen für Waren aus der Eurozone und anderen Regionen einpreisen, was dem US-Dollar gegenüber den Währungen anderer Länder, speziell gegenüber dem Euro, dem japanischen Yen oder auch dem chinesischen Yuan, zu Avancen verhalf. Nun kommt es also darauf an, was wirklich in die Tat umgesetzt wird. Daher könnte sich die Währungsvolatilität auch wieder ändern. Besonders wichtig dürften in den nächsten Wochen und Monaten hier die Kommunikation der Zentralbanken, speziell der US-Zentralbank und der Europäischen Zentralbank, werden.

Rohstoffe: Das Jahr 2024 stellte sich als das Jahr des Goldes heraus. Trotz etwas Konsolidierung in den letzten Monaten glänzte Gold sowohl im Verhältnis zu Cash und Anleihen

als auch im Verhältnis zu den anderen Rohstoffen. Dies erklärt sich durch zwei Faktoren. Zum einen blieben die geopolitischen Unsicherheiten 2024 anhaltend hoch, unter anderem aufgrund der Spannungen im Nahen Osten. Zum anderen kreierten die Zentralbanken der Schwellenländer wichtige zusätzliche Nachfrage, indem sie deutlich mehr Gold kauften als im langfristigen historischen Durchschnitt. Die Frage, wie stark die US-Zinsen 2025 sinken werden, sorgt derzeit für etwas Unklarheit, doch die wohl noch nicht beendete Phase grosser geopolitischer Spannungen könnte den Goldpreis von deutlichen Kursverlusten abhalten. Für den Ölpreis bestehen wesentliche Unsicherheiten. Einerseits ist die Weltwirtschaft momentan nicht schwach unterwegs, was das Abwärtspotenzial begrenzt. Andererseits könnten die Staaten der OPEC, der Organisation erdölproduzierender Staaten, ihre Produktion erhöhen, was zu mehr Angebot führen und daher das Aufwärtspotenzial bremsen würde. Insgesamt werden die Rohstoffmärkte daher wohl weiter recht deutliche Schwankungen zeigen. Anlagen ohne Dividende oder Zinsen profitieren historisch oft in Perioden, wo die Zinssenkungen deutlicher als vom Marktkonsens erwartet ausfallen. □

ANZEIGE



DANIEL SCHVARCZ PHOTOGRAPHY
www.d-s-photo.com

Kapitalmärkte 2025 – Wohin geht die Reise?

Von Rober Halver,

Leiter Kapitalmarktanalyse, Baader Bank AG

Nach einem guten Aktien-Jahrgang 2024 der Marke »Auslese« richten Anleger ihr Augenmerk auf 2025. Wie entwickeln sich Konjunktur, Währungen, Zinsen Rohstoffe, Kryptos und natürlich Aktien? Und welche Konsequenzen hat Donald Trump 2.0?



Robert Halver,
Leiter der Kapitalmarktanalyse
der Baader Bank AG

www.baaderbank.de

(Welt-)Konjunktur: Aufhellung für die fundamentale Aktienseite

Die Trumpschen Steuersenkungen für Unternehmen, Deregulierung sowie massive Infrastrukturmaßnahmen schaffen ein besonders wirtschaftsfreundliches Umfeld. Und obwohl Trump noch nicht im Amt ist, wird dennoch überall in Amerika schon mit Vorwahl 0049 angerufen, um bei der Reindustrialisierung Amerikas mit dabei zu sein.

Eine härtere Handelspolitik führte sicherlich zu Kaufkraftverlusten bzw. Inflationsbelegungen für die Bevölkerung. Und Gegensanktionen werden auch nicht ausbleiben, was Amerikas Tech-Industrie zu spüren bekommen würde. Doch um Amerika freundliches Verhalten einzufordern, könnten Zölle teilweise auch nur als Drohung eingesetzt werden, ohne die schwarzen Ritter der Zoll-Kavallerie zu sehr wüten zu lassen.

Es gibt Bedenken, da die dramatische Verschuldung Amerikas aufgrund der Wirtschaftsförderung noch weiter zunimmt. Da diese Schulden jedoch den Standortqualitäten Amerikas zugutekommen, sind es gute Schulden. Insgesamt setzt die US-Wirtschaft ihren soliden Wachstumskurs fort.

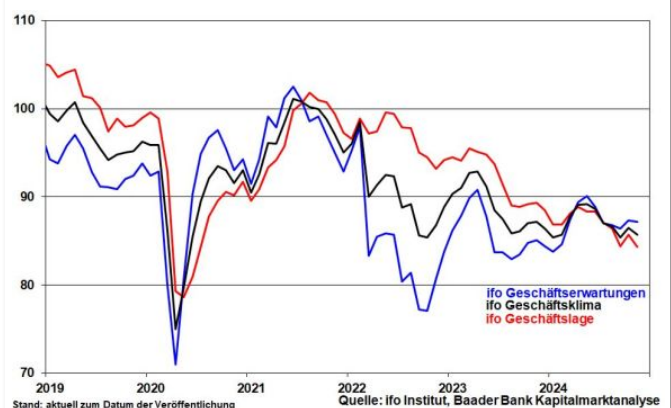
In China bleibt der Immobiliensektor eine Wachstumsbremse. Zur dringend nötigen Wirtschaftsförderung auch in Hinblick auf zollbedingte Reibungsverluste wird Peking 2025 eine ähnliche Konjunkturförderung lostreten müssen wie der Westen nach der Finanzkrise 2008. Dies käme ebenso der weltkonjunkturellen Stabilisierung zugute. Unabhängig

davon bleibt Pekings strikt kontrollierte Planwirtschaft ein klares Wachstumshemmnis.

In der Eurozone verläuft die Konjunktorentwicklung angesichts vieler struktureller Baustellen schwach. Die Gefahr transatlantischer Handelshemmnisse bläst der Exportwirtschaft zusätzlich kalten Wind ins Gesicht. Immerhin wirkt die Zinsentspannung stabilisierend auf Konsum und Investitionen. Um Wirtschaftspotenziale zu heben, müssen u. a. Infrastruktur und Digitalisierung jedoch deutlich beherzter angepackt werden. Wenn Amerika den Wirtschaftskrieg mit der Bazooka führt, kann Europa mit Platzpatronen keine Schlacht gewinnen. Nur ein selbstbewusstes Auftreten auf wirtschaftlicher und geopolitischer Ebene verhindert, dass wir von den USA und China aufgefressen werden.

In Deutschland bleibt abzuwarten, ob 2025 eine neue Bundesregierung die dringend erforderliche Wirtschaftsfreundlichkeit im Gepäck hat. Unserer Malaise kann man nicht nur mit Kosmetik, der reinen Soziallehre und Schönwetter-Ideologie beikommen. Deutscher Wohlstand ist kein Grundrecht. Man muss etwas dafür tun. Und wenn weltweit harte Wirtschaftskriege geführt werden, die keiner Industrienation mehr Schmerzen bereiten als Deutschland, können wir nicht nur mit bunten Wattebällchen werfen. Dazu gehört ebenso die Lockerung der Schuldenbremse. Allerdings nur, wenn damit die Standortbedingungen in Deutschland insgesamt und vor allem markt- und nicht planwirtschaftlich verbessert werden. Plastisch betrachtet geht es um die Wiederauferstehung Ludwig Erhards. Karl Marx dagegen sollten wir die ewige Ruhe gönnen. Aber ist die Bereitschaft für diese 180 Grad-Wende vorhanden? Wird Berlin den Mut haben, Schrödersche Reformen durchzuführen? >>

ifo Geschäftsklima, -lage und -erwartungen



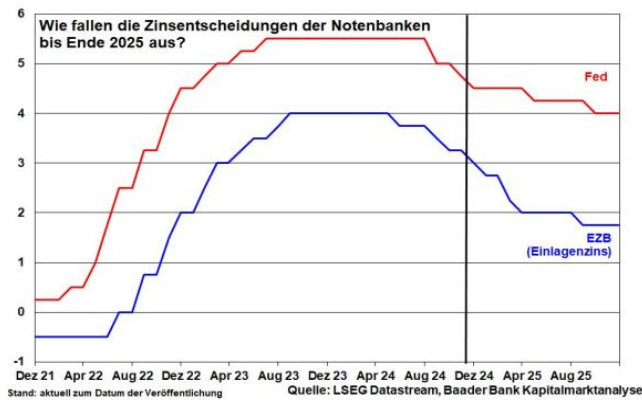
Währungen: Starker Dollar, schwacher Euro

Mit Protektionismus und auf Pump finanziertem US-Wachstum wird »Trumpflation« kaum zu verhindern sein. Daher hat die Fed weniger Spielraum für Zinserleichterungen. Trump wird die US-Notenbank verbal daher unter Druck setzen. Doch ist ihre Unabhängigkeit nicht in Gefahr. Zumindest Trumps Administration weiß, dass ansonsten die Reputation des US-Dollars als Weltleitwährung Schaden nehmen würde. Die zinsgünstige Refinanzierung der Neuverschuldung nähme dann großen Schaden.

Immerhin wird die Fed ihren Leitzins bis 2025 noch auf etwa vier Prozent senken. Und unabhängig davon ist immer mit ihrer staatstragenden Verantwortung zu rechnen. Jegliche (Schulden-)Krise wird sie vereiteln.

In der Eurozone spielen deutliche Konjunkturrisiken und nachlassende Inflationsraten der Freizügigkeit der EZB in die Karten. Tatsächlich rechnen die Terminmärkte damit, dass die EZB keine Zeit verliert und ihren Einlagenzins bis Herbst auf 1,75 Prozent absenkt. (Grafik 2)

Grafik 2: Wie fallen die nächsten Zinsentscheidungen der Notenbanken bis Ende 2025 aus?



Grafik 3: Renditedifferenz 10-jähriger Staatsanleihen Deutschland minus USA und Wechselkurs Euro/US-Dollar



Mit ihrer beschleunigten Zinswende nach unten verfällt die EZB in die Rolle des »Zinssofties«. Der Zinsvorsprung Amerikas am kurzen, aber ebenso langen Ende ist neben der Wachstumsschwäche ein bedeutendes Argument für einen gegenüber Euro stärkeren US-Dollar im nächsten Jahr. (Grafik 3)

Zinsen: Attraktivität lässt nach

Im Rahmen des Abstiegs vom Zinsgipfel sind die Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen vor allem in der Eurozone bereits gefallen und haben weite Teile des potenziellen Kurshebels somit verfrühstückt.

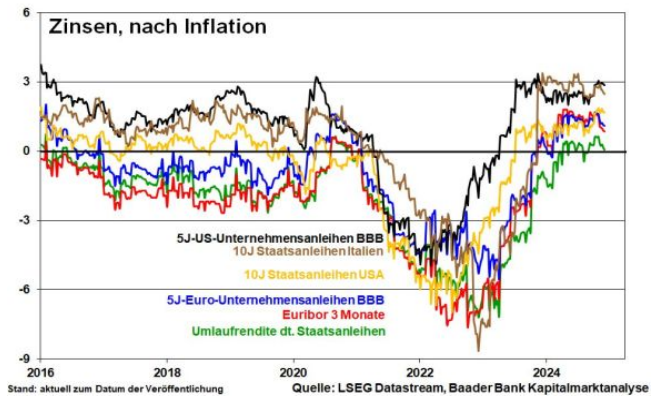
Erschwerend für Zinspapiere ist mit keinem weiteren Inflationsrückgang zu rechnen. Nach amtlicher Inflation bleibt zwar etwas von der Rendite übrig. Aber mindestens in Amerika sieht es bei Verwendung tatsächlicher Preissteigerungsraten trüb aus. Vorsicht ist auch bei europäischen Festgeldern geboten. Mit zunehmenden Zinssenkungen der EZB fallen auch die Geldmarktzinsen unter die Inflation. Aktien als Alternativanlageform wird es freuen. (Grafik 4)

Rohstoffe: Gold ist der König im Rohstoff-Reich

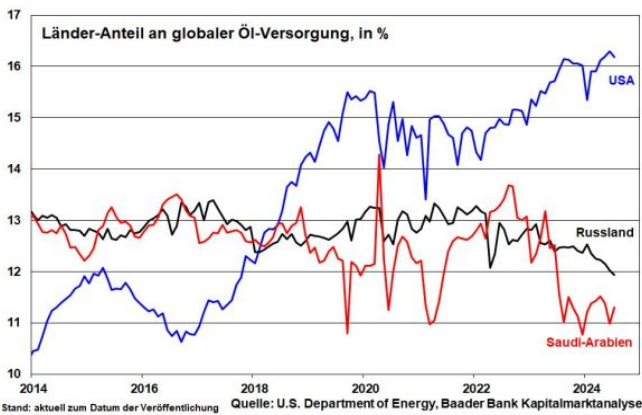
Für die OPEC+ scheint ein Ölpreis um die 80 US-Dollar je Barrel die rote Unterstützungslinie zu sein. Solange der Preis darunter liegt, wird die OPEC+ die Rücknahme ihrer freiwilligen Produktionskürzungen aufschieben.

Davon unabhängig droht keine Eskalation im Nahen Osten, was früher zu dramatischen Ölpreissteigerungen geführt hatte. Der gesunde Menschenverstand und die Tatsache, dass Saudi-Arabien beim Aufbau seines Industriestandorts keine Unsicherheit in der Region gebrauchen kann, sprechen dagegen. >>

Grafik 4: Zinsen von Staats- und Unternehmensanleihen in den USA und der Eurozone nach Inflation



Grafik 5: Anteil von Ländern an der weltweiten Öl-Versorgung



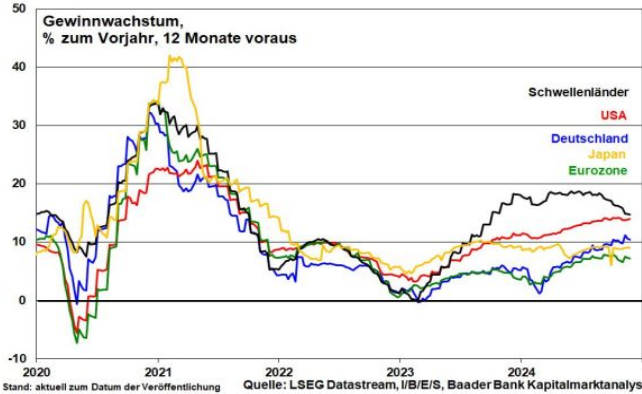
Aufhellungen der Weltkonjunktur vor allem über Infrastrukturmaßnahmen werden im Laufe von 2025 die Nachfrage- und Investitionsschwäche beenden und für Preiserholungen bei konjunkturzyklischen Industriemetallen sorgen. Dieser Impuls ist ebenso seitens der Zinssenkungen zu erwarten, selbst wenn sie mit weniger »Schmackes« erfolgen.

Grafik 6: Goldbestände der Notenbanken



Gold bleibt der sachkapitalistische Klassiker mit Perspektive. Die öffentliche Wirtschaftsförderung über weiter steigende Staatsverschuldung geht mit einer höheren Trendinflation einher. Diese wird allerdings von den Notenbanken aufgrund der Sorge vor Finanzierungsengpässen nicht mehr konsequent bekämpft. Damit sind die (Real-)Zinsen gegenüber dem zinslosen Edelmetall Gold kaum wettbewerbsfähig. Gemeinsam mit einer wenig friedvollen Welt ist die Bühne für einen Goldpreis auch über 3.000 Dollar je Unze im nächsten Jahr bereitet. Stützend bleibt zudem, dass die internationalen Notenbanken weiter Goldbestände anhäufen. Insbesondere China treibt seine »Unabhängigkeitsbewegung« von US-Anleihen voran und kauft so viel Gold wie kein anderer Staat. (Grafik 6)

Grafik 7: Erwartetes Gewinnwachstum USA, Eurozone, Deutschland, Japan, Schwellenländer



Aktien: Amerika bleibt das Maß aller Dinge

Käme es zu einem Einfrieren des Ukraine-Konflikts, würde nicht nur ein massiver Ausgabeposten Amerikas an Bedeutung verlieren. Wenn es Amerika in diesem Zusammenhang gelänge, mit Russland wieder ins Gespräch zu kommen und es aus der einseitigen Umklammerung Chinas zu lösen, gewänne Washington an geopolitischer Stärke gegenüber Peking. Das war noch nie zum Schaden der US-Finanzmärkte. Daneben zeigt die US-Konjunktur 2025 besondere Steherqualitäten, was zwar eine gewisse Inflationwiederbelebung bedeutet. Doch diese inflationiert ebenso Umsätze und Unternehmensgewinne, die zusätzlich durch Steuersenkungen erhöht werden. Im internationalen Vergleich vorne liegende Gewinnerwartungen sichern die fundamentale pole position von US-Aktien ab. (Grafik 7)

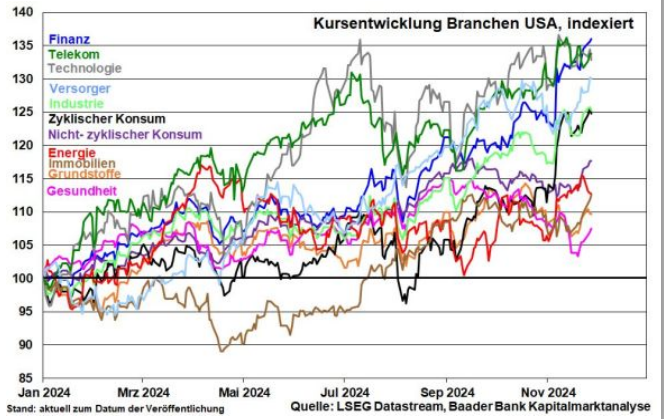
Ohnehin füllen die USA zwischenzeitlich von der OPEC+ hinterlassene Förderlücken mit der Ausweitung ihres Öl-Angebots wieder auf: »Drill, Baby, Drill«. Und im Extremfall gilt unter der erneuten Präsidentschaft Trumps das Motto »fracken bis zum Verrecken«, um die Wirtschaft geschmiert und die Inflation von Seiten der Energiepreise unter Kontrolle zu halten. (Grafik 5)

Angesichts der rigorosen Reindustrialisierung sind vor allem US-Substanzwerte gerade aus der zweiten Aktienreihe mit Fokus auf den nordamerikanischen Binnenmarkt im Vorteil. Ihre Trendwende zu den »Großkopferten« aus dem US-Leitindex S&P 500 ist bereits eingeleitet und hat aufgrund der langjährigen Underperformance noch viel Potenzial. (Grafik 8, nächste Seite) >>

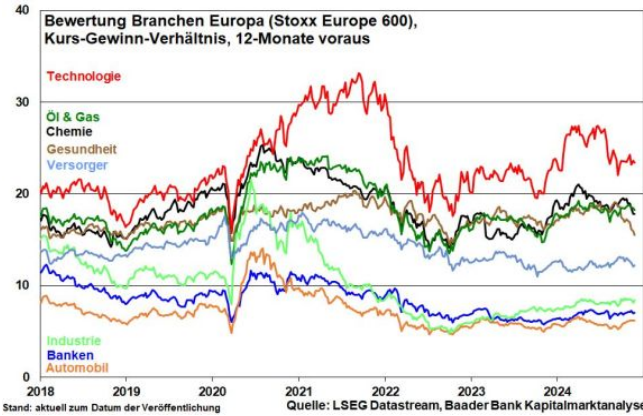
Grafik 8: Relative Wertentwicklung des Russell 2000 gegenüber S&P 500



Grafik 9: Kursentwicklung Branchen USA



Grafik 10: KGV-Bewertung Branchen Europa



Grafik 11: DAX Kurs- und Performanceindex



Auf Sektor-Ebene kommt Industriewerten die »America first«-Politik zugute. Von geplanter Deregulierung dürften vor allem US-Banken sowie der fossile Energiesektor für Öl und Gas profitieren, während der Gegenwind für »Clean Energy«-Unternehmen zunimmt. Und über US-Gesundheitswerte schwebt nicht mehr das Damoklesschwert staatlicher Preiskontrollen. Während zyklische Konsumwerte von der Fortschreibung der Steuervergünstigungen profitieren, werden bei Verbrauchsgütern jedoch Befürchtungen vor Zollbedingten Kostensteigerungen gehegt. Auch bei Tech-Unternehmen könnten vereinzelt Reibungsverluste durch Handelsbeschränkungen drohen. Eine nachsichtigere US-Handelsbehörde FTC in puncto Marktmacht wirkt diesem Effekt aber entgegen. (Grafik 9)

Grundsätzlich sprechen eine robuste US-Konjunktur sowie eine allmähliche Weltwirtschaftsstabilisierung für einen positiven Aktien-Ausblick auch für Europas und Deutschlands Exportwerte, speziell small und midcaps. Trumpscher Protektionismus wirkt hier zwar als Dämpfer. Allerdings werden ausländische Unternehmen ihre US-Aktivitäten forcieren,

um Zöllen zu entgehen und in den Genuss des sowie attraktiveren US-Standorts zu kommen. Damit verlassen sie ebenfalls die Niederungen der bislang ernüchternden (Wirtschafts-)Politik. Mit Technologie besetzt Amerika weltweit unangefochten den zukunftssträchigsten Wirtschaftssektor. Doch liegt in Europa der Schwerpunkt auf zyklischen Sektoren mit intakten Geschäftsmodelle, stabilen Cashflows und vielfach noch immer sehr niedrige Bewertungen auf den tiefsten Niveaus seit 2012. Value-Charakter haben vor allem Unternehmen aus den Sektoren Industrie und Banken. (Grafik 10)

Zu einem autonomen europäischen bzw. deutschen Aktienaufschwung wird es jedoch nur kommen, wenn Ludwig Erhard Wiederauferstehung feiert und planwirtschaftliche Gelüste beendet werden. Immerhin, mit gewissen Abspeckungen wird 2025 ein guter Dividendenjahrgang. Vergleicht man die Renditen des reinen Kurs-DAX mit dem bekannten Performance-DAX, der Ausschüttungen einrechnet und Wiederanlage unterstellt, erkennt man die langfristig hohe Attraktivität des Ausschüttungseffekts. (Grafik 11) >>

Für japanische Aktien spricht neben soliden Bilanzen und stabilen Gewinnerwartungen die von der Finanzaufsicht eingeleitete Entflechtung von Großkonglomeraten, die zur Verbesserung der Transparenz, Wettbewerbsfähigkeit und des Einsatzes von Finanzmitteln führt. Diese Potenzialhebung konnte schon nach der Auflösung der Deutschland AG Anfang des Jahrhunderts festgestellt werden. Zudem bleibt die Bank of Japan der beste Freund des japanischen Finanzministers, dessen angekündigtes Konjunkturpaket über umgerechnet gut 80 Mrd. Euro sie finanziert. Grundsätzlich liegen die durchschnittlichen Gewinnrenditen japanischer Aktien weit über den Staatsanleiherenditen. (Grafik 12)

Mit Trump 2.0 schwebt über den Emerging Markets und vor allem China das Damoklesschwert des Handelskriegs. Auch die weniger zinsentspannte Fed nimmt ihnen Rückenwind. Immerhin scheren Anleger nicht mehr alle Schwellenländer rigoros über einen Kamm und differenzieren immer mehr. Die Schwäche Chinas überdeckt nicht mehr alle anderen Schwellenländer 1 zu 1.

An den lateinamerikanischen Aktienmärkten Mexiko und Brasilien sorgt der politische Linksruck für Anlegermisträuen. Im krassen Gegensatz dazu steht Argentinien, wo Präsident Milei mit radikaler Marktwirtschaft und Deregulierung - u. a. Ende der Währungsstützung, Subventionsabschaffung zur Sanierung des Staatshaushalts – das Jahrzehnte lange konjunkturelle Siechtum zu beseitigen versucht. Erste Erfolge schlagen sich in einem bemerkenswerten Börsenanstieg nieder.

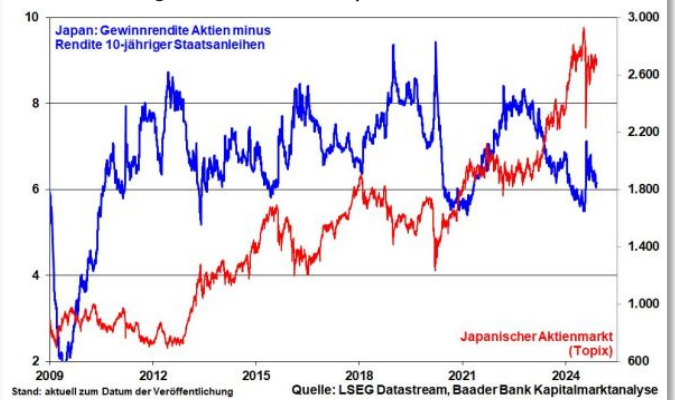
Grundsätzlich laufen asiatische den lateinamerikanischen Aktienmärkten den Rang ab. Große und konsumstarke Binnenmärkte wie Indien sowie eine stetig wachsende Bedeutung asiatischer Unternehmen wie in Taiwan in Zukunftsbranchen wie Internet, E-Mobilität, Digitalisierung und Finanzen machen diese Länder längerfristig attraktiv. Zur Risikoreduzierung heißt das Zauberwort für die nächste Zeit aber Einzelwertselektion. Die interessante Story und tiefe Burggräben, die einem US-Handelsprotektionismus entgegenwirken, bringen den Kursgewinn. (Grafik 13)

Krypto-Assets: Interessante, aber volatile Beimischung

Donald Trump als selbsternannter »Bitcoin-Präsident« hält den Schwung bei Krypto-Assets aufrecht. Nach Rücktritten wird das fünfköpfige Führungsgremium der US-Börsenaufsicht (SEC) vom ersten Tag seiner Amtszeit an

von Republikanern kontrolliert. Durch die dann zu erwartende Deregulierung wird u.a. der Zulassung börsengehandelter Fonds auch hochspekulativer »Meme Coins« aus der zweiten und dritten Reihe Tür und Tor geöffnet. Trumps best friend und rechte Hand Elon Musk wird dieser Entwicklung sicher nicht im Weg stehen. Hinzu kommt, dass vor allem der Bitcoin in blockfreien Ländern und erst recht bei Rivalen als Zahlungseinheit gegenüber US-Dollar an Be-

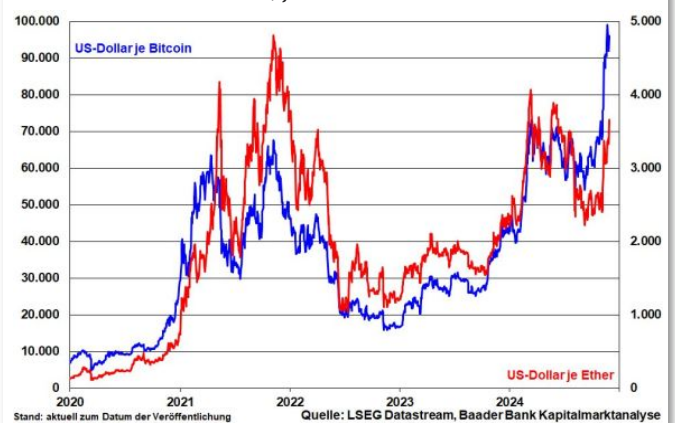
Grafik 12: Japan - Gewinn- abzüglich 10J-Staatsanleihenrendite und Kursentwicklung des marktbreiten Topix



Grafik 13: Aktienmärkte einzelner Schwellenländer seit Jahresbeginn



Grafik 14: Bitcoin und Ether, jeweils zu US-Dollar



deutung gewinnt. Bei diesem Prozess wollen die USA nicht nur zuschauen und abseitsstehen, sondern kryptotechnisch mitspielen.

Dennoch, aufgrund der im Vergleich zu Aktien erschwerten Einschätzungen sollten Kryptos weiterhin als eher volatile Investments betrachtet werden. Aktien sind die Anlageklasse Nr. 1. (Grafik 14, Seite 18)

Fazit: Auch 2025 gibt es keinen Grund, Aktien zu meiden

Unsicherheiten wegen Handelskonflikten sorgen zwischenzeitlich für Konsolidierungen am Aktienmarkt. Längerfristig bieten sie jedoch gute Kaufgelegenheiten. Denn Zölle werden nicht so heiß gegessen wie sie gekocht werden bzw.

bereiten Unternehmen Abwehrmechanismen vor. Daneben stabilisiert sich die Weltwirtschaft und wachsen Unternehmensgewinne auch im zyklischen Bereich. Zudem gibt es immer noch Zinssenkungsfantasie und die nicht mehr rigoros bekämpfte Inflation hilft den sachkapitalistischen Anlageklassen Gold und Aktien.

Überhaupt, bei Krisen gilt ohnehin das alte Glaubensbekenntnis: Wo die Not am größten, ist die Geldpolitik am nächsten.

Dem Aktienmarkt sollten Anleger treu bleiben, mindestens mit regelmäßigen Ansparplänen. Diese sind übrigens ein schönes Weihnachtsgeschenk. □



HANS-JÜRGEN JAKOBS

DAS MONOPOL IM 21. JAHRHUNDERT

Wie private Unternehmen und staatliche Konzerne unseren Wohlstand zerstören

DVA

Das Monopol im 21. Jahrhundert

Gazprom, Google und der Fluch der Abhängigkeit: Warum Monopole so gefährlich sind. Nach dem Bestseller »Wem gehört die Welt?« die neue packende Recherche des renommierten Wirtschaftsjournalisten.

Hans-Jürgen Jakobs, geboren 1956, ist Volkswirt und einer der renommierten Wirtschaftsjournalisten des Landes. Er arbeitete u. a. für den »Spiegel« und war Chef der Online-Ausgabe und der Wirtschaftsredaktion der »Süddeutschen Zeitung«.

Seit 2013 ist er in verschiedenen Funktionen für die Verlagsgruppe Handelsblatt tätig. Zuletzt erschien »Wem gehört die Welt?« (2016, Knaus Verlag).

ISBN: 978-3-641-28836-5 | ca. 432 Seiten
www.penguinrandomhouse.de

ANZEIGE

Deutschland braucht mehr Ja-Sager.

Ja zu Herausforderungen. Ja zu verrückten Ideen. Ja zur Aufbruchstimmung. Ja zu Neugier. Ja zu Ungeduld. Ja zum An-sich-Glauben. Ja zum Ausprobieren. Und Scheiterndürfen. Ja zu „Warum nicht?“. Ja zu „Jetzt erst recht!“. Ja zu hohen Zielen. Und übers Ziel hinauschießen. Ja zu Quereinsteigern. Ja zu Auf-, Aus- und Umsteigern. Ja zu Digital Nomads. Ja zu New Work. Und zur Expertise der Alten. Ja zu einfach mal anfangen. Ja zu nie auslernen. Ja zu Open Source. Und Open Minds. Ja zu KI und IoT. Ja zum Wissenwollen. Und Machenwollen. Ja zu Wagemut. Ja zu Ehrgeiz. Ja zu Erfahrung. Und neuen Erfahrungen. Ja zum Zweifeln. Ja zur Zusammenarbeit. Ja zu Experimentierfreude. Und Erfindergeist. Ja zu neuen Wegen. Ja zu schwierigen Entscheidungen. Ja zu interdisziplinär. Und zu außergewöhnlich. Ja zu Vorbildern. Ja zu Nachhaltigkeit. Ja zu „Jetzt, nicht irgendwann“. Ja zum Infragestellen. Und Antwortensuchen. Ja zu einem ehrlichen Nein. Ja zum Kleinanfangen. Ja zum Große-Pläne-Haben. Ja zur Beharrlichkeit. Ja zum Um-die-Ecke-Denken. Ja zum Hinfallen. Und Wiederaufstehen. Ja zum Träumen. Ja zum Handeln. Ja zum Ja-Sagen. Ja zu **BEREIT FÜR NEUES DENKEN.**



Mehr erfahren und testen unter [handelsblatt.com/neuesdenken](https://www.handelsblatt.com/neuesdenken)

Handelsblatt
Substanz entscheidet.

Impressum: Anschrift: Elite Report Redaktion, Schumannstraße 2/III, 81679 München, Telefon: +49 (0) 89 / 470 36 48, redaktion@elitebrief.de
Chefredakteur: Hans-Kaspar v. Schönfels v.i.S.d.P. **Realisation:** Falk v. Schönfels **Steuern und Recht:** Jürgen E. Leske

Rechtliche Hinweise/Disclaimer: Die enthaltenen Informationen in diesem Newsletter dienen allgemeinen Informationszwecken und beziehen sich nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person. Sie stellen keine betriebswirtschaftliche, finanzwirtschaftliche, rechtliche oder steuerliche Beratung dar. Im konkreten Einzelfall kann der vorliegende Inhalt keine individuelle Beratung durch fachkundige Personen ersetzen. Der Inhalt darf somit keinesfalls als Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Handelsanregungen oder Empfehlungen in diesem Newsletter stellen keine Aufforderung von Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten, auch nicht stillschweigend, dar. Niemand darf aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation. Für Entscheidungen, die der Verwender auf Grund der vorgenannten Informationen trifft, übernehmen wir keine Verantwortung. Obwohl wir uns bei der Auswahl des Informationsangebotes um größtmögliche Sorg-

falt bemühen, haften wir nicht für ihre Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit. Wir behalten uns das Recht vor, die in diesem Newsletter angebotenen Informationen, Produkte oder Dienstleistungen ohne gesonderte Ankündigung jederzeit zu verändern, zu ergänzen, zu löschen oder zu aktualisieren. Indirekte sowie direkte Regressansprüche und Gewährleistung wird für jegliche Inhalte kategorisch ausgeschlossen.

Leser, die aufgrund der in diesem Newsletter veröffentlichten Inhalte Anlageentscheidungen treffen, handeln auf eigene Gefahr, die hier veröffentlichten oder anderweitig damit im Zusammenhang stehenden Informationen begründen keinerlei Haftungsbiligo.

Ausdrücklich weisen wir auf die im Wertpapier- und Beteiligungsgeschäft erheblichen Risiken hoher Wertverluste hin. Das Informationsangebot in diesem Newsletter stellt insbesondere kein bindendes Vertragsangebot unsererseits dar. Soweit dies nicht ausdrücklich vermerkt ist, können über diesen Newsletter auch seitens der Leser keine Angebote abgegeben oder Bestellungen getätigt werden. Für alle Hyperlinks und Informationen Dritter

gilt: Die Elite Report Redaktion erklärt ausdrücklich, keinerlei Einfluss auf die Gestaltung und die Inhalte der gelinkten Seiten zu haben. Daher distanziert sich die Elite Report Redaktion von den Inhalten aller verlinkten Seiten und macht sich deren Inhalte ausdrücklich nicht zu Eigen. Diese Erklärung gilt für alle in den Seiten vorhandenen Hyperlinks, ob angezeigt oder verborgen, und für alle Inhalte der Seiten, zu denen diese Hyperlinks führen. Auch für Werbeeinhalte Dritter übernimmt die Elite Report Redaktion keinerlei Haftung.

Das Copyright dieses Newsletters liegt bei der Elite Report Redaktion, München. Alle Rechte vorbehalten. Die Vervielfältigung dieses Newsletters im Wege des Herunterladens auf dauerhafte Datenträger und/oder des Ausdrucks auf Papier sowie die Weiterverbreitung ist gestattet.

Jede andere Nutzung des urheberrechtlich geschützten Materials ist ohne unsere schriftliche Genehmigung untersagt. Für gegebenenfalls bestehende oder künftig entstehende Rechtsverhältnisse ist ausschließlich deutsches Recht anwendbar und sind nur deutsche Gerichte zuständig.