

## Private Equity / GP Stakes – Eine attraktive Investitionsalternative? Oder kann das weg?

Von Thomas Frey, HRK LUNIS AG

Bei den verschiedenen Investitionsformen in der Assetklasse Private Equity stößt man inzwischen häufiger auf den Begriff GP Stakes bzw. GP Stakes Fonds. Die Anzahl der Fonds, die sich auf diese Investitionsalternative fokussiert haben, ist zwar noch sehr klein, nimmt aber stetig zu. Auch das Volumen, das derartigen Transaktionen zugrunde liegt, verdoppelt sich derzeit auf jährlicher Basis. Die Anbieter, die derartige Fonds in ihr Angebotsspektrum aufgenommen haben, gehören zu den weltweit größten Anbietern im Bereich Alternative Investments / Private Equity. Gründe genug, sich diese Anlageform etwas näher anzusehen.

GP Stakes sind Eigentumsanteile an einer Private-Equity-Gesellschaft. Wobei GP für General Partner bzw. den Manager der Private-Equity-Gesellschaft steht (im Folgenden »GP«). Ein Anbieter bzw. Fonds (im Folgenden »Fondsanbieter«) erwirbt Eigentumsrechte an GPs und stellt damit einen eigenen Fonds zusammen. Es handelt sich in der Regel um Minderheitsbeteiligungen ohne Stimmrechte. Im Gegenzug erhält der Fondsanbieter einen Anteil an den Managementgebühren des GP, profitiert von der Gewinnbeteiligung und den Eigenbeteiligungen des GP und schließlich von der Wertsteigerung, die der GP erzielen kann.

Es gibt derzeit eine noch überschaubare Anzahl von Fondsanbietern, die derartige Fonds anbieten können. Hierbei handelt es sich, wie bereits erwähnt, um große etablierte Private-Equity-Gesellschaften. Zu den bekanntesten Anbietern in diesem Segment zählen derzeit beispielsweise Blackstone, Dyal Capital Partners oder Goldman Sachs. Der Fondsanbieter sollte bereits über entsprechende Ressourcen und über ein entsprechendes Netzwerk verfügen, damit er als neuer Miteigentümer für den GP einen Mehrwert bieten kann.

Der GP profitiert in erster Linie von den Skaleneffekten, die ein großer Fondsanbieter aufweisen kann, vergleichbar mit einem strategischen Käufer. So sind für den GP oft erhebliche Kosteneinsparungen bei seinem Unternehmensportfolio in den Bereichen Informationstechnologie, Personal-

Sie können unsere Beilage ELITE REPORT extra  
»Ausgezeichnete Vermögensverwalter –  
Portraits aus dem Elite Report 2023«  
nun als PDF auf unserer Webseite herunterladen:  
[www.elitereport.de](http://www.elitereport.de)



**Vermögenswirksame Intelligenz gesucht**  
**Minus, viel Minus oder Vermögenserhalt trotz Krisen:**  
**Gute Vermögensverwalter schützen ihre Kunden**  
**und betreuen sie umfassend.**

Stückpreis: 39,80 Euro (inklusive Porto, Verpackung  
und Mehrwertsteuer, Auslandsporto wird extra berechnet)  
Handelsblatt-Abonnenten erhalten 10 Euro Rabatt  
Bestellung bitte an: [bestellung@elitereport.de](mailto:bestellung@elitereport.de)



wesen, Logistik, Materialbeschaffung und Finanz- und Versicherungsdienstleistungen realisierbar. Zusätzlich kann ein großer etablierter Fondsanbieter den GP mit entsprechendem Know-how und seinem Netzwerk auf dessen weiteren Wachstumskurs unterstützen. Aktuell sind es in erster Linie GPs im Bereich des Middle Markets, die sich in einem derartigen Portfolio finden. Diese sind oft selbst in Ihrer eigenen Wachstumsphase an einem Punkt angekommen, an dem sie am umfangreichsten von einer derartigen Zusammenarbeit profitieren können.



*Thomas Frey,  
Produkt Management,  
HRK LUNIS AG*

Doch wo liegen die Vorteile für den Fondsanbieter bzw. die Investoren, die sich an einem derartigen Fonds beteiligen? Bei GP Stakes Fonds kann im Vergleich mit traditionellen Private-Equity-Fonds mit frühen und regelmäßigen Ausschüttungen gerechnet werden. Die Berechnungsgrundlage für den Anteil an den Managementgebühren, die der Fondsanbieter durch seine Eigentumsanteile am GP erhält, ist unabhängig davon, ob der GP bei seinem aktuellen Fonds bereits ein Unternehmensportfolio aufgebaut hat oder nicht. Denn die Berechnungsgrundlage der Management-

gebühr bezieht sich in der Investitionsphase auf die Größe des zugesagten Kapitals bei dem Fonds des GP, und nicht auf den Wert oder die Anschaffungskosten der Unternehmen, die in dessen Portfolio enthalten sind. Diese regelmäßigen Einnahmen aus den Managementgebühren tragen zu einer Verminderung des Verlustrisikos bei. Selbst wenn der GP keinen Nachfolgefonds mehr aufliegen sollte, kann nach den bisherigen Erfahrungen ein großer Anteil der Anschaffungskosten bereits durch den Anteil an den Managementgebühren zurückgeführt werden. Die Partizipation an der Gewinnbeteiligung des GP eröffnet ein weiteres attraktives Renditepotential. Da die Volumina der Fonds, die ein GP auflagt, in der Regel eher zunehmen, ergeben sich bereits daraus steigende Einnahmen für den Fondsanbieter. Der Fondsanbieter profitiert umso mehr, je größer die Fonds des GP werden, je schneller der GP mit dem nächsten Fonds wieder am Markt ist sowie von besseren Ergebnissen und höheren Gebühren des GP.

Da es sich um eine junge Beteiligungsform handelt, sind zurzeit zu wenige Exits vorhanden, um einen abschließenden Vergleich mit traditionellen Private-Equity-Fonds ziehen zu können und damit zu beurteilen, ob es sich um eine neue attraktive Investitionsalternative handelt. In jedem Falle sind GP Stakes Fonds eine interessante Möglichkeit für Investoren bzw. Investorinnen, in das Private-Equity-Ökosystem einzusteigen und von den Erfolgen etablierter General Partner zu profitieren. [hrklunis.de](http://hrklunis.de)

ANZEIGE



DANIEL SCHVARCZ PHOTOGRAPHY  
[www.d-s-photo.com](http://www.d-s-photo.com)

Spezialisierungslehrgang

Zertifizierter Family Officer

Ihr Können  
kann sich sehen  
lassen.

ZERTIFIZIERTER  
FAMILY OFFICER  
FVF

[www.fachseminare-von-fuerstenberg.de/family-officer](http://www.fachseminare-von-fuerstenberg.de/family-officer)



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



### ifo Institut: 13,3 Prozent der Unternehmen in Deutschland nutzen Künstliche Intelligenz

Künstliche Intelligenz (KI) setzen derzeit 13,3 Prozent der Unternehmen in Deutschland ein, 9,2 Prozent planen sie zu nutzen. Weitere 36,7 Prozent aller befragten Firmen diskutieren über mögliche Anwendungsszenarien. Das hat eine aktuelle Befragung des ifo Instituts im Auftrag des Hanseatic Blockchain Institute ergeben. »Die Mehrheit aller Unternehmen in Deutschland setzt sich aktuell mit KI auseinander«, sagt Branchenexpertin Anna Wolf vom ifo Institut. KI-basierte Systeme verarbeiten große Datenmengen mit Hilfe von Algorithmen, um mit automatisierter Datenanalyse schnell Entscheidungen zu treffen.

»Unternehmen verschiedenster Branchen nutzen KI-Anwendungen: Darunter die Automobilindustrie, der Maschinenbau, die Pharmaindustrie und der Dienstleistungssektor«, so Anna Wolf. In der Industrie ist Künstliche Intel-

ligenza besonders weit verbreitet. Jedes dritte Industrieunternehmen nutzt diese bereits oder plant ihren Einsatz. Bei den Dienstleistern und im Handel liegt der Wert bei rund 20 Prozent, im Baugewerbe bei 15 Prozent. Nahezu alle IT-Dienstleister beschäftigen sich mit diesem Thema oder sehen Anwendungsmöglichkeiten. Nicht überall ist KI auf dem Vormarsch. Für rund 40 Prozent der Unternehmen in Deutschland ist KI gegenwärtig kein Thema. Im Baugewerbe liegt dieser Anteil sogar bei 60 Prozent.

Aufsatz: »KI, Cloud Computing und Blockchain – Wo steht da die deutsche Wirtschaft«, von Anna Wolf, Daria Schaller und Klaus Wohlrabe: [www.ifo.de](http://www.ifo.de)

Weitere Informationen finden Sie hier: [www.ifo.de](http://www.ifo.de)

Die Frage nach der Einstellung zur Künstlichen Intelligenz-Technologie wurde vom ifo Institut im Auftrag des Hanseatic Blockchain Institute e.V. im Juni 2023 bei den ifo Konjunkturumfragen erhoben. ifo Konjunkturumfragen basieren auf ca. 9.000 monatlichen Meldungen von Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes, des Dienstleistungssektors, des Handels und des Bauhauptgewerbes. Die Ergebnisse berechnen sich auf Basis der gewichteten Anteile der Unternehmen, die auf die Antwortoptionen »im Einsatz«, »geplant«, »diskutiert« und »kein Thema« der entsprechenden Frage in der ifo Konjunkturumfrage entfallen.

## Klimawandel und Finanzmärkte

Von Christian Fegg

*Als vor etwas mehr als 20 Jahren die ersten Vorträge zum Thema Klimawandel in der Schoellerbank gehalten wurden, war das in der öffentlichen Meinung noch ein sehr umstrittenes Thema. Heute ist der Klimawandel nicht nur ein wissenschaftlich belegtes Faktum und breiter Konsens in der Öffentlichkeit, sondern für viele Menschen direkt spürbar. Klimaforscher:innen des größten Mineralölkonzerns der Welt, Exxon Mobil, haben schon in den 1980er-Jahren korrekt vorhergesagt, dass sich die Temperatur durch die Treibhausgasemissionen um 0,2 Grad pro Jahrzehnt erhöhen wird. Das war im Nachhinein betrachtet eine erstaunlich präzise Vorhersage.*

### Der Klimawandel und seine Kosten

Der Klimawandel treibt die Kosten der Gesellschaft steil nach oben. Die mit Abstand höchsten Kosten entstehen durch die Beseitigung der Schäden, die durch den Klimawandel ausgelöst werden. Diese Kosten werden laut Expert:innen nicht linear, sondern exponentiell ansteigen. Da Wetterereignisse nur mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit direkt dem Klimawandel zuzuordnen sind, ist es kaum möglich, die Kosten genau zu quantifizieren. Auf der anderen Seite entstehen – im Vergleich dazu eher bescheidene – Kosten zur Vermeidung weiterer klimabedingter Schäden in der Zukunft. Die Wirtschaft muss in einer Weise transformiert werden, wie dies nur mit den frühen Phasen der industriellen Revolution vergleichbar ist.

Diese Kostenexplosion trifft auf eine bereits hoch verschuldete Gesellschaft. In der Eurozone liegt die Gesamtverschuldung, die sich aus Schulden des Staates, der privaten Haushalte, der Unternehmen sowie der Finanzindustrie saldiert ergeben, bei 440 % der Wirtschaftsleistung. Höhere Inflationsraten können folglich kaum mehr durch sehr hohe Zinsen bekämpft werden. Wenn auf diese hohen Schuldlasten, z. B. durch extreme Wetterereignisse, noch höhere Kosten aufgesattelt werden, hat das umfangreiche ökonomische Konsequenzen. Wirtschaftswissenschaftler:innen und auch Forscher:innen aus anderen Disziplinen warnen eindringlich davor und raten dazu, sich an die Empfehlungen der Wissenschaft zu halten und die alltäglichen Lebensmodelle der Menschheit von fossilen Brennstoffen schnellstmöglich zu entkoppeln.

Konkret empfehlen die Forscher:innen dringend, die CO<sub>2</sub>-Emissionen weltweit bis 2030 zu halbieren und bis 2050 ganz auf null zu bringen. Falls das nicht gelingen sollte, steigt das Risiko einer galoppierenden Temperaturentwicklung und des Kippens von Klimasystemen erheblich an. Die Folgen sind noch nicht sicher absehbar, jedenfalls würden die Kosten für die Schadensbeseitigung mit hoher Wahrscheinlichkeit exorbitant ausfallen.

Christian Fegg,  
Vorstand, Schoellerbank Invest AG

[christian.fegg@schoellerbank.at](mailto:christian.fegg@schoellerbank.at)  
[www.schoellerbank.at](http://www.schoellerbank.at)



Die Studie »Kosten durch Klimawandelfolgen in Deutschland« des Instituts für ökologische Wirtschaftsforschung (IÖW), der Prognos AG und der Gesellschaft für Wirtschaftliche Strukturforchung (GWS) analysiert, mit welchen Kosten durch den Klimawandel künftig zu rechnen ist. Laut dieser Studie wird der menschengemachte Klimawandel in Deutschland gewaltige Kosten mit sich bringen: Bis 2050 werden sich diese auf 280 und 900 Milliarden Euro belaufen. Neben der extremen Höhe zeigt aber auch die Bandbreite, wie schwierig es aktuell ist, die Folgen des Klimawandels in der Zukunft zu beziffern. Fakt ist, dass jedes Extremereignis in Zusammenhang mit Wetterphänomenen hohe Kosten verursachen wird.

### Regulatorische Anforderungen – eine neue Ära

Heute steht man am Beginn einer neuen Ära, in der Nachhaltigkeit nun auch durch gesetzliche Normen kodifiziert wird. Unterstützt von globaler Umweltpolitik – Stichwort »EU Green Deal« – und der Bereitschaft, für dieses Thema enorme finanzielle Ressourcen zu mobilisieren, wurden erste regulatorische Schritte gesetzt. Damit kommt nicht nur der Wirtschaft und Industrie eine wichtige Rolle zu, sondern insbesondere auch der Finanzbranche, die in diesem Bereich eine Vorreiterrolle einnehmen soll. Nachhaltigkeit wurde somit 2021 branchenweit ein Themengebiet.

Neu ist jedoch, dass die angebotenen Investments nun konkrete Richtlinien erfüllen müssen, damit diese als nachhaltige Anlagen qualifiziert und Kund:innen angeboten werden können. >>

Mit einer von Expert:innen prognostizierten Wahrscheinlichkeit von immerhin fast 90 % soll im Laufe dieses Jahres die vom tropischen Pazifik ausgehende, zyklisch wiederkehrende Klima-anomalie »El Niño« die Temperaturen hochtreiben. Um global gesehen durchschnittlich 0,2 Grad könnten die Temperaturen steigen – und damit könnte das im Pariser Klimaabkommen vereinbarte Klimaziel, die Erwärmung unter 1,5 Grad zu halten (verglichen mit dem vorindustriellen Durchschnittswert), zumindest temporär schon nächstes Jahr verfehlt werden. Mit umfangreichen Folgewirkungen.

Einzelne Länder unterscheiden sich in der Einschätzung ökologischer Standards. Bestes Beispiel hierfür ist die Kernenergie, die in Frankreich einen ausgesprochen guten Ruf genießt, während diese Technologie der Stromgewinnung in Deutschland und Österreich überaus skeptisch betrachtet wird.

Zudem haben sich auch noch keine international einheitlichen Nachhaltigkeits-Siegel durchgesetzt, weswegen Anleger:innen hier auf leicht verständliche nationale Kodifizierungen und Standards angewiesen sind. Je transparenter und klarer die Strategie eines ESG-Finanzproduktes ist und je konkreter die dahinter stehenden Kriterien für Unternehmen definiert sind, desto zielgerichteter können Anleger:innen mit ihren Investments zu den schutzwürdigen Zielen wie Senkung der Treibhausgasemissionen und

Erhalt der Artenvielfalt sowie Biodiversität beitragen. Es ist ein Auftrag sowohl an die Finanzbranche als auch an die Investor:innen, hier den zusätzlichen Diversifikationsaspekt »Nachhaltigkeit« in ihre Portfolios zu integrieren.

#### **Mythos: unterdurchschnittliche ESG-Performance**

In Sachen Performance können es Green-Finance-Produkte längst mit herkömmlichen Anlagen aufnehmen. Gut geführte nachhaltige Fonds sind keineswegs weniger ertragreich als Fonds, die auf diese Kriterien keinen Wert legen.

Auch viele Studien zeigen, dass Rendite und gutes Gewissen Hand in Hand gehen. Eine Meta-Studie von Rockefeller-Asset-Management kommt zu dem Schluss, dass nachhaltige Veranlagungen einen überwiegend positiven Einfluss auf die Performance haben. Bei der Überprüfung von über 1.000 Studien, die zwischen 2015 und 2020 veröffentlicht wurden, machten etwa 58 % der Studien eine positive Beziehung zwischen ESG- und finanzieller Performance aus, 13 % zeigten eine neutrale Auswirkung an, während 21 % gemischte Ergebnisse (positive, neutrale und negative Ergebnisse) lieferten. Nur 8 % der untersuchten Studien zeigten eine negative Beziehung. Auch eine Studie des Fondsratinghauses Morningstar aus dem Jahr 2019 bestätigt dieses Ergebnis. Darin kommen die Expert:innen zu dem Schluss, dass fast 59 % der nachhaltigen Fonds in den betrachteten Kategorien ihre traditionellen Pendanten im Zeitraum von zehn Jahren bis Ende 2019 übertroffen haben. □

 SOS-KINDERDORF  
STIFTUNG

## WERDEN SIE ZUKUNFTSSTIFTER!

Junge Menschen wollen ihren eigenen Weg gehen.  
Helfen Sie ihnen dabei, die ersten Stufen zu erklimmen  
und werden Sie Teil der SOS-Stiftungsfamilie!

Mehr Infos unter [www.sos-kinderdorf-stiftung.de](http://www.sos-kinderdorf-stiftung.de)



ANZEIGE

## Gewichtung in einem passiven Aktienportfolio: nach Marktkapitalisierung oder nach BIP?

Von Dr. Gerd Kommer und Daniel Ganowski,  
Gerd Kommer Invest GmbH

Wer ein weltweit diversifiziertes passives Aktienportfolio aufsetzen will, sollte sich die Frage stellen, wie er die Aktien, Länder oder Regionen in seinem Portfolio gewichten will. Die folgenden acht Methoden sind die bekanntesten und in der Praxis wichtigsten:

**Market Capitalization Weighting (»MCW«):** Bei der Gewichtung nach Marktkapitalisierung wird eine Aktie im Index (und damit im ETF, der diesen Index abbildet) nach dem Verhältnis ihrer MC zur MC aller Aktien im relevanten Universum gewichtet. Indirekt führt MCW auf der Ebene einzelner Aktien auch zum MCW der einzelnen Staaten, zu denen diese Aktien gehören (die Länder, in denen die Unternehmen ihr primäres Börsen-Listing haben). Die MC-Methode ist die am meisten verbreitete Methode und der Marktstandard bei passivem Investieren. Sie ist einfach zu verstehen und basiert auf einer intuitiv plausiblen ökonomischen Logik. Sie stellt die »natürliche« Gewichtung dar, die sich durch den Markt selbst ergibt. Keine andere Methode produziert einen geringeren Aktienumschlag im Index, was wiederum zu den niedrigen Transaktionskosten (Kosten für Kaufen/Verkaufen) im ETF beiträgt, der einen solchen Index abbildet.

**Equal Weighting (»EW«):** Alle Aktien im Index werden exakt gleich gewichtet. Die EW-Methode (auch 1/N-Methode oder Naïve Weighting genannt) funktioniert in der Praxis nur im Large-Cap-Aktiensegment (aber dort sehr gut), da sie im Small-Cap-Aktiensegment zu inakzeptabel hohen Transaktionskosten führt. In einem internationalen EW-Index würde das Gewicht der USA deutlich sinken, dasjenige der Schwellenländer würde steigen. In Deutschland werden derzeit 15 EW-ETFs angeboten, die meisten davon auf nationale USA-Indizes.

**Price Weighting (»PW«):** Hier werden die Unternehmen nach den Verhältnissen ihrer Aktienkurse (Preise) zueinander gewichtet – eine eher logikfreie Gewichtungsmethode, da dieses Verhältnis wirtschaftlich völlig willkürlich ist. Dennoch wird die PW-Methode aus historischen Gründen

z. B. im Dow Jones Industrial Average Index (»Dow Jones Index«) und dem japanischen Nikkei-Index angewendet. Auf beide Indizes gibt es in Deutschland angebotene ETFs.

**Rein fundamentale Gewichtungen:** Hierunter fallen in erste Linie die Gewichtungen nach Unternehmensumsätzen (Revenue Weighting) oder Unternehmensgewinnen (Profit Weighting). Diese Methoden sind auch als Fundamental Indexation bekannt. Wie bei Equal Weighting und Price Weighting fehlt hierbei die Verbindung zu Marktpreisen (Aktienkursen). Für Revenue Weighting wurde gezeigt, dass die Aktienrenditen typischerweise höher sind als bei MCW. Profit Weighting kann wegen der starken Schwankung von Gewinnen von Periode zu Periode zu hohem Portfolioumschlag und damit hohen Kosten auf der Ebene des Fonds führen. ETFs, die diese beiden Gewichtungsmethoden umsetzen, werden in Deutschland nicht angeboten.

**Factor Premia Weighting/Factor Investing:** Factor Investing (auch Smart Beta Investing genannt) ist die in der Praxis von passivem Investieren am meisten verbreitete Abweichung von der MC-Gewichtung. Von rund 1.600 Aktien-ETFs, die Ende Juli 2023 in Deutschland angeboten wurden, fielen 283 in die Factor-Investing-Kategorie. Bei Factor Investing bestimmt eine Kombination aus zwei Kriterien das Gewicht einer Aktie im Portfolio (und damit auch das Gewicht des Landes, zu dem die Aktie gehört). Das erste Kriterium ist die Intensität der Ausprägung eines »Faktors« – beispielsweise der Small-Size-Faktor, der Value-Faktor oder der Momentum-Faktor – relativ zu dieser Intensität bei allen anderen Aktien im zugrunde liegenden Aktienuniversum. Nachdem mit Kriterium 1 eine bestimmte Teilmenge von Aktien aus dem Gesamtuniversum vorselektiert wurde, bestimmt im zweiten Schritt die Marktkapitalisierung das Gewicht einer Einzelaktie in dieser Teilmenge (Kriterium 2). Wenn Kriterium 1 durch mehrere Faktorprämien gleichzeitig definiert wird, spricht man von integriertem Multifactor Investing.

**BIP-Gewichtung:** Die Gewichtung nach Bruttoinlandsprodukt (BIP, engl. Gross Domestic Product, GDP). Hier wird das MC-Gewicht der einzelnen Aktien im Index basierend auf einem BIP-Faktor nach oben oder unten angepasst. Spezifisch erfolgt die Anpassung basierend auf dem prozentualen Anteil, den das BIP des Landes dieser Aktie (der Staat der primären Börsennotierung) am globalen BIP hat. Das führt dazu, dass die Gewichte von Aktien aus einem Land, das

relativ zu seiner Volkswirtschaft einen großen Aktienmarkt hat (heutiges Beispiel USA), reduziert werden und die Gewichte von Aktien aus einem Land, das relativ zu seiner Volkswirtschaft einen kleinen Aktienmarkt hat (wie die meisten Schwellenländer), steigen. Aktuell wird in Deutschland nur ein Aktien-ETF angeboten, der das Element der BIP-Gewichtung berücksichtigt (siehe am Ende dieses Texts). Davon abgesehen ist die BIP-Gewichtung von einem Privatanleger über die entsprechende Zusammenstellung mehrerer einzelner konventioneller regionaler ETFs einigermaßen einfach umzusetzen, wenn auch mit zusätzlichem Arbeitsaufwand. Um den Vergleich der BIP-Gewichtungsmethode mit der MC-Methode geht es im hinteren Teil dieses Artikels.

**Zufallsgewichtung:** Obwohl diese Methode kurios anmutet, ist sie ebenfalls erforscht worden und führt – vor Kosten – anscheinend zu ebenso guten Ergebnissen wie die MC-Methode, auch wenn das viele Leser erstaunen mag. Allerdings könnte die Zufallsgewichtung, je nach spezifischer Umsetzung, hohe Transaktionskosten verursachen. So oder so existieren keine ETFs, um diese Methode als Privatanleger umzusetzen.

**Mean Variance Optimization (»MVO«):** Die MVO-Gewichtungsmethode kommt nur bei Einzelportfolios, nicht bei Indizes zur Anwendung (vielleicht, weil sie so konsistent schlecht funktioniert). Die MVO wurde 1954 vom US-Forscher Harry Markowitz (1927 – 2023) formuliert und war konzeptionell ein wichtiger Meilenstein für die weitere Entwicklung der wissenschaftlichen Finanzökonomie. Markowitz erhielt für diese Forschung 1990 den Wirtschaftsnobelpreis. MVO-Gewichtung ist mathematisch relativ anspruchsvoll, performt aber in den meisten wissenschaftlichen Untersuchungen in Bezug auf die absolute und risikoadjustierte Rendite (Sharpe Ratio) schlecht, oft sogar am schlechtesten unter allen analysierten Methoden. Der Hauptgrund für das empirische Versagen der MVO-Methode: Kaum eine andere Methode basiert stärker auf kurz- und mittelfristigen Prognosen von Kursen, Volatilitäten und Korrelationen. Prognosebasiertes Investieren funktioniert aufgrund der Fehlerträchtigkeit der Prognosen und der hohen Transaktionskosten, die ihre Umsetzung verursacht, bekanntlich schlecht.

Naturgemäß lassen sich die hier genannten Methoden auch kombinieren.

Dass die MC-Gewichtung generell oder auch nur überwiegend zu einer besseren Rendite-Risiko-Kombination führt als die hier aufgeführten alternativen Gewichtungsmethoden (mit Ausnahme der MVO, die universell schlecht abschneidet), ist von Wissenschaftlern in den letzten 20 Jahren häufig und konsistent widerlegt worden. Diese Analysen zeigen, dass die meisten alternativen Gewichtungsmethoden in der Vergangenheit attraktivere absolute Renditen oder Rendite-Risiko-Kombinationen (Sharpe Ratio) produzierten als MCW, sofern der Analysezeitraum hinreichend lang ist. Lediglich bei relativ kurzen Datenserien, die die unmittelbar zurückliegende Dekade beinhalten, schneidet MCW im Vergleich tendenziell sehr gut oder sogar am besten ab. Auf die Ursache hierfür kommen wir weiter unten zu sprechen.

Bevor wir zum Renditevergleich MC-Methode versus BIP-Methode kommen, wollen wir jedoch noch kurz auf das Thema »Klumpenrisiko bei der MC-Methode« eingehen.

Weil die MC-Gewichtung am wenigsten in Marktentwicklungen eingreift, kann es bei ihr zu besonders starker »Klumpenbildung« kommen, also – je nach Perspektive – unerwünscht hohen »Unwuchten« oder Konzentrationen in Bezug auf Einzelwerte, Branchen und Länder. Die nachfolgende Tabelle stellt in dieser Hinsicht die MC-gewichtete und die BIP-gewichtete Alternative zweier bekannter internationaler Aktienindizes einander gegenüber.

**Tabelle 1: Vergleich zweier Market Cap-gewichteter Aktienindizes mit ihren BIP-gewichteten Alternativen in Bezug auf den Klumpenrisiko-Aspekt (Stand 30. Juni 2023)**

	MSCI World Standard GDP Weighted Index	MSCI World Standard Index	MSCI World ACWI GDP Weighted Index	MSCI World ACWI Index
Anzahl der im Index vertretenen Länder	23	23	47	47
Anzahl Aktien	1.512	1.512	2.935	2.935
Klumpenrisiko-Indikatoren				
Gewicht der größten einzelnen Aktie	3,8%	5,4%	2,5%	4,8%
Gewicht der 10 größten Aktien	14%	20%	12%	18%
Gewicht der USA	49%	69%	30%	62%
Gewicht IT-Sektor	18%	22%	14%	22%
Bewertung: KGV (Trailing PE)	17,2	20,3	14,8	19,3

► **Quelle: Fact Sheets der jeweiligen Indizes.**  
 ► **Die meisten Prozentsätze wurden kaufmännisch gerundet.**

Tabelle 1 zeigt, dass die BIP-gewichteten Indexvarianten (GDP Weighted) generell und speziell in Bezug auf das Gewicht des größten einzelnen Staates (hier USA) weniger konzentriert sind. >>

Wir glauben, dass eine hohe Konzentration in einem einzelnen Land unnötiges »Black Swan-Risiko« mit sich bringt, das man als passiver Langfristanleger vermeiden kann und sollte. Hierzu nachfolgend vier historische Minifallstudien. Diese Fallstudien sollen veranschaulichen, dass auch Staaten mit einem vergleichsweise großen Aktienmarkt in kurzer Zeit »von 100 auf 0« gehen können.

**Fallstudie Russland ab 1917:** Der russische Aktienmarkt erlitt im Jahr 1917 – dem Jahr der russischen Revolution – innerhalb von weniger als 12 Monaten durch Verstaatlichung aller börsennotierten Unternehmen einen entschädigungslosen Verlust von 100%. Danach blieb die russische Börse 76 Jahre lang bis ins Jahr 1994 geschlossen. Der Anteil des russischen Aktienmarktes am Weltaktienmarkt betrug 1917 rund 11%.

**Fallstudie Deutschland ab 1941:** Der deutsche Aktienmarkt erlitt in den sechs Jahren von Ende 1941 bis Ende 1947 einen Verlust von 96%. Der Indexstand von 1941 wurde 1953 wieder erreicht (allerdings nicht für Aktionäre, die im östlichen Teil des vormaligen Deutschen Reiches lebten, also in der DDR und den ehemals deutschen Gebieten in Polen und Russland). Der Anteil des deutschen Aktienmarktes am Weltaktienmarkt belief sich damals auf rund 5%.

**Fallstudie China ab 1949:** Der chinesische Aktienmarkt erlitt in den Jahren 1937 bis Ende 1949 während des chinesischen Bürgerkriegs einen kumulativen Verlust von 100%. Alle börsennotierten Unternehmen wurden 1949/1950 im Kontext der kommunistischen Revolution entschädigungslos verstaatlicht. Die chinesische Börse öffnete erst wieder 43 Jahre später im Jahr 1992. Der Anteil des chinesischen Aktienmarktes am Weltaktienmarkt lag 1949 bei ca. 5%.

**Fallstudie Japan ab 1989:** Der japanische Aktienmarkt erlitt mit dem Platzen der damaligen Japan-Blase bei Immobilien und Aktien ab März 1989 einen Zeitlupen-Crash, der erst nach 14 langen Jahren bis Mitte 2003 seinen Maximum Drawdown von minus 74% erreichte (real in USD). Diesen Verlust hat der japanische Aktienmarkt inflationsbereinigt in Dollar oder Euro bis heute, 34 Jahre nach Beginn des Crashes, noch nicht wieder ganz aufgeholt. Der Japan-Anteil am Weltaktienmarkt war damals erstaunliche 44% und übertraf den USA-Anteil. Zahlreiche andere Länder wurden in den letzten 100 Jahren vorübergehend zu »Failed States«,

deren Wirtschaft und Aktienbörse (wenn es eine solche gab) deswegen schwere und schwerste Schäden erlitten, darunter auch Österreich ab 1914 mit einem damals kleinen Aktienmarkt.

Vor diesem Hintergrund eine rhetorische Frage an die Leser dieses Artikels: Welche renditemäßigen Auswirkungen hätte es, wenn das Gewicht eines solchen »Failed States« im eigenen Aktienportfolio vorher 65% betragen hätte?

Dass die USA von einem derartigen Risiko grundsätzlich ausgenommen sind, leuchtet nicht ein. Kein Land ist davon grundsätzlich ausgenommen. Den »Sturm auf das Capitol« (das Parlamentsgebäude) in den USA im Januar 2021 konnte man in dieser Hinsicht als besorgniserregend betrachten. Die Tötung des Vizepräsidenten (Mike Pence) und der Parlamentspräsidenten (Nanci Pelosi) lagen im Bereich des Möglichen. Damals sprachen führende Politiker in den USA von der Gefahr eines Bürgerkrieges. Derartiges Schwarzer-Schwan-Risiko gilt es für das eigene Portfolio zu reduzieren, soweit das mit vertretbaren Kosten und Aufwand umsetzbar ist. Die BIP-Methode stellt dafür eine mit ETFs rationale, gut umsetzbare Möglichkeit dar. In der Praxis wird die BIP-Methode tendenziell zu ausgeglicheneren Ländergewichtungen durch die Absenkung des Gewichtes von Staaten im Portfolio führen, bei denen die Börse den volkswirtschaftlichen Anteil des Staates an der Weltwirtschaft deutlich übersteigt. Dieses freigewordene Gewicht wird dann auf die Staaten umgeschichtet, deren Börsen relativ zur Größe der Volkswirtschaft unterdurchschnittlich groß sind und Aufholpotenzial haben.

In Tabelle 2 (nächste Seite) vergleichen wir die historischen Renditen der MC- und der BIP-Gewichtung anhand der längsten verfügbaren Datenreihen für zwei globale Aktienmarktregionen. Die Tabelle zeigt, dass die BIP-Gewichtungsmethode für den Gesamtzeitraum von 53,5 Jahren ab 1970 global in den Industrieländern (MSCI World Index) eine geringfügig höhere Rendite als die MCW erzeugte. Teilt man den Gesamtzeitraum in zwei Hälften, lag die BIP-Methode in der ersten leicht vorne, in der zweiten leicht hinten. Würde man nur die letzten zehn Jahre bis Juni 2023 zeigen, würde sich ein deutlicher Vorsprung der MC-Methode zeigen, da die USA in diesem Zeitraum nahezu alle anderen nationalen Aktienmärkte der Welt outperformten und weil die USA aufgrund ihres großen Aktienmarktes bei der MC-Methode besonders hoch gewichtet werden. >>

**Tabelle 2: Vergleich der Renditen zweier regionaler Aktienindizes: Index mit Ländergewichtung nach Marktkapitalisierung versus Index mit Gewichtung nach Bruttoinlandsprodukt – in USD, inflationsbereinigt**

	MSCI World GDP Weighted – Gewichtung nach BIP	MSCI World – Gewichtung nach Markt- kapitalisierung	MSCI EAFE GDP Weighted – Gewichtung nach BIP	MSCI EAFE – Gewichtung nach Markt- kapitalisierung
01-1970 bis 06-2023 (53,5 Jahre)	5,6% p.a.	5,4% p.a.	5,3% p.a.	4,8% p.a.
01-1970 bis 12-1996 (27 J.)	6,8% p.a.	6,0% p.a.	7,6% p.a.	7,0% p.a.
01-1997 bis 04-2023 (26,5 J.)	4,5% p.a.	4,8% p.a.	3,0% p.a.	2,6% p.a.

► »EAFE« = Abkürzung für Europe, Australasia, Far East = der Nicht-Nordamerika-Teil des MSCI-World Index. ► Gezeigt werden jeweils die längsten Datenreihen für die zwei Indexpaare. ► Weiter als bis 1970 zurückreichende BIP-gewichtete Indizes sind nicht verfügbar. ► Inflationsbereinigte Renditen in USD ohne Kosten und Steuern. ► Die Umsetzung via ETF würde bei der BIP-Methode aufgrund des Rebalancing-Bedarfs zu geringfügig höheren Transaktionskosten führen, die von den Indexrenditen abzuziehen wären.

Die separate Betrachtung nur der Industrieländer exklusive USA und Kanada anhand des MSCI EAFE-Index (siehe Tabelle) liefert eine interessante Informationsnuance: Es ist der Einzelfall USA unter den 23 Developed-Markets-Ländern (nach MSCI-Definition), der zum leichten Vorsprung der Market-Cap-Methode im MSCI World in der zweiten Hälfte des Zeitraums führte. Unter den 21 EAFE-Ländern lag die BIP-Methode auch im zweiten Teilzeitraum vorne.

Für Emerging Markets reichen die Daten des MSCI EM GDP Weighted Index nur bis Juni 2000 zurück. In den 23 Jahren von damals bis Juni 2023 produzierte der BIP-gewichtete Index eine um fast einen Prozentpunkt per annum höhere Durchschnittsrendite als der MC-Index.

Die Statistiken für die drei betrachteten Indizes illustrieren, dass die BIP-Methode renditemäßig gute Ergebnisse liefert.

Da die Risikokennzahlen Volatilität (Schwankung der Monats- oder Jahresrenditen) und Maximum Drawdown in allen hier gezeigten Perioden für die beiden Indexvarianten (die beiden Gewichtungsmethoden) sehr nahe beieinander lagen, verzichten wir aus Platzgründen darauf, diese Risikozahlen auszuweisen.

Unsere historische Betrachtung zeigt einen Renditevorteil der BIP-Methode, der aber insgesamt nicht groß genug ist, um sie allein deswegen der MC-Methode vorzuziehen.

Unser Hauptmotiv für die Bevorzugung der BIP-Methode liegt darin, dass sie weniger wahrscheinlich zu »nationalen Klumpenrisiken« im Depot führt und damit zu weniger Schwarzer-Schwan-Risiko in Bezug auf die Staaten, in denen diese Unternehmen angesiedelt sind.

Ein erfreulicher Nebeneffekt der BIP-Methode ist, dass sie auch das Klumpenrisiko in Bezug auf die fünf oder zehn größten Einzelwerte eines Portfolios senkt.

Aktuell (Stand 30.06.2023) ist ein nach BIP gewichtetes Portfolio überdies auch noch deutlich günstiger bewertet als ein Portfolio nach MC-Gewichtung (siehe unterste Zeile in Tabelle 1), was sich positiv auf die erwartete Rendite eines Portfolios auswirkt.

Dass die BIP-Methode der MC-Methode bezüglich Rendite und Risiko ebenbürtig und vielleicht sogar überlegen ist, haben wir oben anhand von Zahlen gezeigt. Dass sie weniger Black Swan Risk in sich birgt, haben wir durch unseren historischen Exkurs zu argumentieren versucht.

Bleibt zum Schluss noch die Widerlegung vier schwacher Argumente gegen die BIP-Gewichtung, denen wir von Zeit zu Zeit begegnen.

**Anti-BIP-Methode-Argument 1:** »Die weltweit größten börsennotierten Unternehmen haben die besten Wachstumsaussichten und sollten in einem passiven Portfolio deswegen am höchsten gewichtet werden. Das erzielt man nur mit der MC-Methode.«

Es gibt, soweit wir sehen, keinerlei wissenschaftliche Unterstützung für diese These, allenfalls für ihr Gegenteil. Auch die in der Forschung weitgehend unstrittige Tatsache, dass fast alle Gewichtungsmethoden einschließlich der radikalen Gegenteils dieses Arguments – der Equal-Weight-Methode – zu langfristig gleich guten oder besseren Rendite-Risiko-Zahlen führen, als die MC-Methode das Argument widerlegt. Die These von den besonders attraktiven Rendi-

ten der Mega-Large-Caps ist das Ergebnis des verbreiteten Denkfehlers Recency Bias, also irrtümlich das, was in der jüngeren Vergangenheit geschah, für besonders repräsentativ für die Zukunft zu halten. Anders formuliert: Die jüngere Vergangenheit wird mehr oder weniger linear in die Zukunft extrapoliert. Unter den über 50 Kognitionsfehlern, die das Forschungsgebiet Behavioral Finance in den letzten Jahrzehnten erforscht hat, dürfte der Recency Bias der gravierendste sein, weil er am meisten finanziellen Schäden anrichtet.

**Anti-BIP-Methode-Argument 2:** »Die wachstumsträchtigen besten Unternehmen der Welt lassen sich tendenziell in den USA listen, weil die USA die attraktivsten Börsen der Welt bieten« (NYSE, Nasdaq).

Zunächst einmal stimmt die Aussage »die wachstumsträchtigen besten Unternehmen der Welt lassen sich tendenziell in den USA listen« nicht mit den Fakten überein. Die Zahl der börsennotierten Unternehmen in den USA sinkt seit Jahren, während sie in anderen Ländern, besonders in den Emerging Markets, steigt. Hauptgrund für die Abnahme in den USA sind die diesbezüglichen scharfen US-Regulatorien, die anderswo weniger streng, weniger rechtlich risikoreich und weniger kostenträchtig sind.

Dass ein bereits großes erfolgreiches Unternehmen sein primäres Listing in die USA verlegt, hat Seltenheitswert. Auch die kürzliche Listing-Verlegung der Linde AG in die USA ist kein Gegenbeispiel, da dieser als Ursache die Fusion von Linde und der US-Firma Praxair voranging.

Wir schätzen, dass 98 % aller Unternehmen in Industrieländern ihr primäres Börsen-Listing in dem Land haben, wo auch ihr Konzernsitz liegt. Dem politischen, steuerlichen, regulatorischen und makroökonomischen Risiko dieses Landes sind sie damit besonders stark ausgesetzt. Schwellenländer-Firmen, die ihr primäres Listing im Ausland haben, sind häufiger in London und an andere Börsen gelistet als in New York.

Ferner kann ein Unternehmen im Wege eines »sekundären Listings« an mehreren Börsen notiert sein, was bei vielen Großunternehmen auch der Fall ist. Wenn also ein großes, florierendes Nicht-US-Unternehmen Zugang zum liquiden US-Aktienmarkt haben will, genügt dafür bereits ein vergleichsweise preisgünstiges »nicht primäres Listing« in den

USA. (Die Länderzuordnung in einem Aktienindex erfolgt jedoch über das primäre Listing, das fast immer im Land des Firmensitzes ist.) Gäbe es tatsächlich eine Tendenz unter etablierten Unternehmen, ihr Listing dorthin zu verlegen, wo das Unternehmen die höchsten Bewertungen erwarten kann, wäre das aus Aktionärssicht im Übrigen in Bezug auf die Renditen des Ziellandaktienmarktes renditeschädlich. Hohe Bewertungen reduzieren die erwartete Rendite.

**Anti-BIP-Methode-Argument 3:** »Das Internet und der technische Fortschritt einschließlich des »Netzwerkeffekts« haben die Spielregeln auf allen wichtigen Märkten grundsätzlich verändert. Daher sind Erkenntnisse und Gesetzmäßigkeiten zum Investieren, die bis vor einigen Jahren noch galten, heute obsolet.«

Dieses »neue« Argument ist in seiner Grundthematik in Wirklichkeit so alt wie der Aktienmarkt selbst. Beispielsweise wurde es Ende der 1990er Jahre im Run-up zur Dotcom-Blase in fast exakt gleicher Form vorgebracht. Was dann ab Anfang 2000 (Platzen der Dotcom-Blase) mit den Aktien der »New Economy« geschah, wissen die Leser dieses Artikels.

Generell liefern die Advokaten des uralten »this-time-it's-different«-Arguments stets viele Geschichten kombiniert mit einer ordentlichen Portion »Stammtisch-VWL«, aber wenig harte Zahlen oder etablierte wissenschaftliche Erkenntnisse. Die High-techbranche hat historisch keine höheren Aktienrenditen als der Gesamtmarkt geliefert, jedoch mehr Risiko (siehe hier).

Die »disruptive« Ökonomie hat im Übrigen nicht Frank Thelen entdeckt, es gibt sie seit 250 Jahren. Sie begann mit der industriellen Revolution um 1770. Disruptive »High Tech« existierte vor 150 oder 75 Jahren genauso wie heute – also neue, »revolutionäre« Technologien, die den Zeitgenossen oft regelrecht als Wunder erschienen, oftmals den Marktführer aufgrund von Skalen- oder Netzwerkeffekten strukturell begünstigten und den wirtschaftlichen Strukturwandel vorantrieben. Aber auch strukturelle Begünstigung hilft nicht dauerhaft gegen die Kräfte des Wettbewerbs, »Sklerosis« von Großunternehmen (»Komplexitätskosten«) und Antimonopolmaßnahmen des Staates.

Ohnehin hat sich der technologische Wandel seit ungefähr 1970 eher verlangsamt als beschleunigt, was von vielen

Medienschaffenden und YouTubern aber offenbar noch nicht bemerkt wurde. Diese Verlangsamung wird von Makroökonomien als ein maßgeblicher Grund für den Rückgang des globalen Wirtschaftswachstums in den letzten Jahrzehnten gesehen.

**Anti-BIP-Methode-Argument 4:** »Weil die nach MC größten Unternehmen der Welt – Beispiel Apple – bekanntlich in viele andere Länder exportieren, ist es gar nicht notwendig, jedes Land oder jede Region im Portfolio zu haben, es genügen die größten Unternehmen der USA oder weltweit.«

Dieses Argument wird zwar häufig gegen die BIP-Methode angeführt, richtet sich aber, wenn man genau hinsieht, gar nicht gegen diese, sondern gegen globale Diversifikation schlechthin. (Das scheinen allerdings die Advokaten dieses Arguments nicht immer zu realisieren.) Generell ist das Argument so schwach, dass es kaum lohnt, viel Platz für seine Widerlegung aufzuwenden. Folgte man ihm konsequent, hätte man schon immer nur in die zehn, 20 oder 50 größten Unternehmen der Welt investieren sollen. Das Ergebnis wäre ein Portfolio, das in den meisten Zehnjahresperioden der letzten 50 oder 100 Jahre und im Gesamtzeitraum eine schlechtere risikoadjustierte Rendite sowie überwiegend auch eine schlechtere absolute Rendite erzeugt hätte als ein besser diversifiziertes Weltaktienmarktportfolio. Ja, in den letzten rund zehn Jahren hätte ein Mega-Large-Cap-Portfolio gut ausgesehen, womit wir wieder beim Grundirrtum des Recency Bias wären.

**Fazit:** Wer sein Depot »ultrastabil« machen will, der denkt auch an Schwarze-Schwan-Risiken, die vielleicht nur alle 20 bis 40 Jahre auftreten und die nicht kalkuliert oder prognostiziert werden können. Eines dieser »Tail Risks« besteht darin, dass ein Land mit einem besonders großen Aktienmarkt aus eigenem innerem Versagen oder aus äußeren Gründen in eine plötzliche oder allmähliche Malaise gerät, die die anderen 194 Staaten der Erde nicht in gleicher Weise trifft. Dieses Risiko könnte für einen passiven Aktienanleger heute in Bezug auf die USA bestehen, weil das Land in einem Market-Cap-gewichteten Portfolio ein Gewicht von ca. 65 % einnimmt. Eine rationale Methode, dieses Risiko und andere Ausprägungen von Klumpenrisiko im Portfolio abzumildern, besteht in der BIP-Gewichtung oder in einer Kombination von BIP- und MC-Gewichtung – so, wie wir das im L&G Gerd Kommer Multifactor ETF (WKN WELT0A) umsetzen.

<https://gerd-kommer.de>



### 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, bis 2015 war er Chefredakteur, seit 2016 ist er Senior Editor des »Handelsblatts«. Seit 2018 ist er zudem Herausgeber des »Handelsblatt Morning Briefing« mit über 130.000 Lesern. Zuletzt erschien »Wem gehört die Welt?« (2016, Knaus Verlag).*

ISBN: 978-3-641-28836-5 | ca. 432 Seiten  
[www.penguinrandomhouse.de](http://www.penguinrandomhouse.de)

## Für Auswanderer: Wegzugsteuer droht

Von Jürgen E. Leske

**Gesellschafter von Kapitalgesellschaften sollten sich einen Umzug ins Ausland genau überlegen. Und vor allem planen.**

Das Stichwort ist: Kapitalflucht ins Ausland. Eingebrockt hat uns das genau genommen der ehemalige Kaufhaus-König Helmut Horten, so um 1968 herum. Da ist er nämlich mit seiner Frau Heidi in die Schweiz übersiedelt. Gleichzeitig wandelte er seinen Kaufhauskonzern von einer GmbH in eine Aktiengesellschaft um und verkaufte in den Jahren danach stückweise seine gesamten Anteile von etwa 1,13 Milliarden DM. In der Schweiz musste er dafür keine Steuern zahlen und für die Deutschen galt er nicht mehr als steuerpflichtig. So etwas wollten deutsche Behörden fortan verhindern. Man sollte nicht mehr einfach hohe Werte aus Deutschland abziehen können, ohne dass der Fiskus da etwas abgreifen kann.

Freizügigkeit? Ein hohes Gut in Deutschland. Wir können uns überall frei bewegen. Schwierig wird es aber, wenn man für längere Zeit ins Ausland zieht. Zumindest Gesellschafter von Kapitalgesellschaften sollten sich genau informieren, wenn sie im Ausland leben möchten. Hier wittert der Fiskus Kapitalflucht.

Angesprochen fühlen sollten sich Gesellschafter von Kapitalgesellschaften, die noch eine Beteiligung von mindestens 1% zum Zeitpunkt ihres Umzugs halten. Und sie müssen in Deutschland während der letzten zwölf

Jahre mindestens sieben Jahre unbeschränkt steuerpflichtig gewesen sein.

Zur Dimension dessen, was hier an Steuern fällig werden kann: Angenommen, jemand erwirbt im Jahr 2000 einen 50-prozentigen Anteil an einer GmbH für 1 Million Euro. Dieser Anteil soll im Jahre 2015 dann 11 Millionen Euro wert sein. Würde nun verkauft werden, müsste der Steuerpflichtige den Veräußerungsgewinn von 10 Millionen Euro versteuern. Sie unterliegen zu 60% dem persönlichen Einkommensteuersatz. Zieht unser Millionär stattdessen dauerhaft ins Ausland, wäre das zu Helmut Hortens Zeiten steuerlich unerheblich gewesen. Nun hält der Fiskus die Hand auf.

Ermittelt wird die Wegzugsteuer auf Basis einer fiktiven Wertsteigerung. Man geht vom gemeinen Wert der Anteile zum Datum des Wohnsitzwechsels aus.

Aber es gibt ein Schlupfloch: Der Kapitaleigner muss dem Finanzamt glaubwürdig vermitteln, dass er nur vorübergehend ins Ausland gezogen sei oder ziehen will. Am besten, er teilt diesen Rückzugswillen vor dem Umzug dem Finanzamt mit. Nach einem Urteil des Bundesfinanzhofs bestand ein solcher Rückzugswille dann, wenn der Steuerpflichtige seinen Wohnsitz innerhalb von fünf Jahren wieder nach Deutschland zurückverlegt. Diese Frist kann auf Antrag verlängert werden. Aber: Die Anteile dürfen während der Zeit im Ausland nicht verkauft werden.

Man sieht: Ein bisschen Organisation vor dem Wegzug kann sich lohnen. (Urteil des Bundesfinanzhofes vom 21.12.2022, I R 55/19) □



Für Firmen gemacht



» Optimieren Sie mit uns Ihre Energie-Beschaffung«

www.exa-energie.de

ANZEIGE

## »Emerging market bonds: Not afraid of China«

Kommentar von Pictet Asset Management

»China ist nicht nur die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, sondern auch der zweitgrößte Anleihemarkt. Kein Wunder, dass die Anleger in Schwellenländeranleihen nervös werden, wenn China niest. Wir sind jedoch der Meinung, dass es keinen Grund zur Panik gibt - und zwar aus drei wichtigen Gründen«, so Sabrina Jacobs, Senior Client Portfolio Manager Fixed Income bei Pictet Asset Management.

1. Die wirtschaftlichen Aussichten Chinas sind nicht so schwierig, wie sie zunächst erscheinen. Obwohl der Immobiliensektor nach wie vor schwächelt, gibt es in anderen Bereichen einige Lichtblicke. Der Inlandstourismus ist jetzt höher als vor der Pandemie, und der Auslandstourismus liegt jetzt wieder bei über 50 Prozent des Niveaus von 2019 (wovon auch der Rest der asiatischen Schwellenländer wie Macau, Hongkong und Thailand profitiert). Der Dienstleistungssektor hält sich im Großen und Ganzen gut, und auf der letzten Sitzung des Politbüros wurde weitere Unterstützung durch die Steuer- und Geldpolitik signalisiert.
2. China ist zwar eindeutig ein sehr wichtiger Teil des EM-Universums, aber seine Dominanz ist nicht mehr so stark wie früher. Das Schicksal anderer Schwellenländer hat sich in den letzten Jahren sowohl in Bezug auf die Makro- als auch auf die Assetklassen-Performance von dem Chinas abgekoppelt.
3. Es gibt Chancen jenseits von China - wir sehen einige sehr positive Entwicklungen in den Entwicklungsländern, die potenziell lohnende Anlagemöglichkeiten bieten. Wir glauben, dass einige der Chancen in Mexiko, Indien, Indonesien und Nigeria überzeugender sind als die in China selbst, wo einige unserer Portfolios neutraler positioniert sind. Dennoch sind wir der Meinung, dass China mittelfristig ein wichtiger Bestandteil eines diversifizierten (EM-)Portfolios bleibt; seine große Binnenwirtschaft ermöglicht es ihm, eine maßgeschneiderte Politik zu betreiben, die nicht mit den Entwicklungen in anderen Teilen der Welt korreliert.

Weitere Details entnehmen Sie bitte der englischsprachigen Originalpublikation unter diesem Link: <https://am.pictet>

## Berenberg Märkte-Monitor:

Berenberg Märkte-Monitor von Prof. Dr. Bernd Meyer, Chefanlagestrategie und Leiter Multi Asset im Wealth and Asset Management bei Berenberg.

### Aktueller Marktkommentar

Der August begann mit einem Mini-Schocker. Neben S&P stufte nun auch die Rating-Agentur Fitch die langfristige Kreditwürdigkeit der USA auf AA+ herab. Grund hierfür seien das steigende Haushaltsdefizit, die wachsende Staatsverschuldung und die ständigen Patt-Situationen in der politischen Führung bei Steuer- und Schuldenfragen. Die Kapitalmärkte reagierten auf die Nachricht mit erhöhter Volatilität, fallenden Aktienkursen und steigenden Anleiherenditen. Lediglich Energierohstoffe setzten ihre Rallye dank fundamentaler Knappheit unbeirrt fort. Die US-Inflationsdaten für Juli kamen indessen wie erwartet rein und vermochten keine neuen Impulse zu geben. Anleger rechnen daher mit einer Zinspause für die September-Sitzung der Fed. Für Q1 nächstes Jahr wird die erste Zinssenkung gepreist. Angesichts auslaufender negativer Basiseffekte und den wieder gestiegenen Rohstoffpreisen dürfte die Inflation sich allerdings zusehends schwer tun weiter zu fallen, was die Wahrscheinlichkeit längerfristig hoher Zentralbankzinsen erhöht.

### Kurzfristiger Ausblick

Die Q2-Berichtssaison neigt sich dem Ende entgegen – fast 90% der Unternehmen in den USA und Europa haben bereits berichtet. Nach den zwei großen Zentralbanksitzungen wird es in den nächsten Wochen geldpolitisch etwas ruhiger. Am Dienstag werden die ZEW-Erwartungen für das deutsche Wirtschaftswachstum (Aug.), die Einzelhandelsumsätze (Jul.) für die USA und China, die chinesische Industrieproduktion (Jul.) und der Empire State Index (Aug.) veröffentlicht. Mittwoch folgen die BIP-Daten (Q2) und die Arbeitslosenzahlen (Q2) der Eurozone, sowie die Industrieproduktion der USA (Jul.) und Eurozone (Jun.). Am Donnerstag wird der Philadelphia Fed Index (Aug.) und Freitag die Verbraucherpreise (Jul.) der Eurozone veröffentlicht. In der Folgewoche wird der Erzeugerpreisindex (Jul.) und der IFO-Geschäftsklimaindex (Aug.) für Deutschland, sowie die vorläufigen Einkaufsmanagerindizes (Aug.) für Deutschland, Frankreich, Großbritannien und die USA publiziert.

>> Zum PDF: [www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)

## China-Dämmerung und wie Amerika damit umgehen sollte

Von Robert Halver, Baader Bank AG

*Das »Quasinaturgesetz«, dass China die USA bald vom Sokkel stoßen wird, hat an Gesetzeskraft verloren. Wirtschaftlich und geopolitisch läuft es nicht mehr wie am Schnürchen. China kämpft mit Deflation und der bedeutende Immobiliensektor ist im Lehman-Modus. Amerika scheint die Krise seines größten Widersachers zu genießen. Doch kann die westliche Supermacht kein Interesse daran haben, dass es in China so dunkel wie möglich wird.*

### Die Sonne scheint auch in China nicht rund um die Uhr

Ja, der wirtschaftliche Aufstieg Chinas war märchenhaft. Zigmillionen Chinesen wurden aus der Armut geholt und ein respektable Mittelstand aufgebaut. Und mit einer Abhängigkeitspolitik und den Bunkern von Rohstoffen konnte sich China auch geopolitisch in eine gute Position bringen.

Die heutige Realität in China strahlt weniger hell. Nach der langen coronalen Wirtschaftsschließung kommt die Binnenkonjunktur einfach nicht in die Gänge. Dunkel ist es vor allem auf dem wichtigen Immobilienmarkt, auf den rund ein Viertel der Wirtschaftsleistung entfällt. Wegen Pleiten, Pech und Pannen sind Hypothekenanleihen vielfach zu Ramschpapieren geworden und verlieren Häuslebauer massenhaft ihr Geld.

Aufgrund der schleppenden Weltkonjunktur kann der chinesische Außenhandel keinen Ausgleich leisten. Statt Reflation herrscht Deflation. Was wegen hoher Inflation bei uns für westliche Ohren nach sanfter Musik klingt, sorgt bei genauerem Hinhören für Tinnitus. Denn bei Deflation werden Kauf- und Investitionsentscheidungen immer weiter aufgeschoben, weil es immer billiger wird. Das eigenverschuldete Demografie-Problem durch die frühere Ein-Kind-Politik sorgt zudem für eine Vergreisung der Bevölkerung, die nicht mehr in dem Maße konsumiert wie jüngere Menschen. Wehret den Anfängen: Genau dieses Szenario hat zur langen japanischen Wirtschaftsdepression ab den 90ern geführt.

Mit strukturellen Notlagen hat das neue China noch keine Erfahrungen gemacht. Bislang lief ja alles glatt. Hier sind

die USA klar im Vorteil. Sie sind an Krisen gewöhnt, die sie als Stehaufmännchen immer wieder gemeistert haben.

Ohnehin hat Amerika die Gefahr der chinesischen »Jedi-Ritter« erkannt. »The empire strikes back«: Um die geopolitische Pole-Position und Wohlstand zu sichern, will es den Chinesen auf allen Feldern Paroli bieten, u. a. bei Klimaschutz und Technologie inklusive dem Megathema Künstliche Intelligenz. In diesem Zusammenhang zeigen die US-Sanktionen im Hightech-Sektor Wirkung. Liefer- und Investitionsverbote stellen China technologisch offensichtlich stark in den Schatten.



Robert Halver,  
Leiter der Kapitalmarktanalyse  
der Baader Bank AG

[www.baaderbank.de](http://www.baaderbank.de)

Und auch die Seidenstraßen-Initiative Pekings zur Schaffung eines chinafreundlichen und möglichst US-feindlichen Staatenblocks hat ihre Tücken. Das Projekt verschlingt gigantische chinesische Finanzmittel. Die Peking-Treue hat ihren Preis. Und dennoch will niemand ein Vasall Chinas werden. Alternativ schaut man auch, was Uncle Sam zu bieten hat. Überhaupt werden es sich die Rohstoffländer mit dem kaufkräftigen Westen nicht verscherzen wollen. Geld stinkt nicht.

### Wie reagiert China auf seine Schatten-Krise?

China muss den sozialen Frieden bewahren, zumal es zu Versorgungsengpässen kommt. Wenn das Aufstiegsversprechen der KP bricht, verliert ebenso das Opium für das Volk an Wirkung. Zwar haben immer mehr junge Leute in China einen akademischen Abschluss. Doch die Wirtschaftsprobleme machen sie immer mehr zu Tagelöhnern.

Als Gegenmaßnahmen setzt Peking massive zins- und fiskalpolitische Muntermacher ein. Doch müsste es theoretisch vor allem seine falsche Ideologie ablegen. Planwirtschaft führt in einer nicht planbaren Welt zu großen Fehlinvestitionen. Das freiheitlich-pragmatische Denken ist dem betreuten Denken einer alles regulierenden Staatsknote weit überlegen: Wenn an Backbord ein Eisberg auftaucht, muss man eben zügig den Kurs nach Steuerbord

ändern. Eine harte Kommando-Wirtschaft ist immer ein suboptimaler Nährboden für Innovationen und Wirtschaftswachstum. Sie fördert Duckmäsertum und Ja-Sager. So fallen sogar gute Ideen unter den Tisch, aus Angst, sie könnten der Obrigkeit nicht gefallen. Dass Sozialismus eine Sackgasse ist, beweist ebenso, dass internationale und selbst die eigenen Fachkräfte mittlerweile die amerikanische klassenfeindliche Umgebung der chinesisch-sozialistischen vorziehen.

Praktisch jedoch ist es Utopie, dass China vom staatswirtschaftlichen Saulus zum marktwirtschaftlichen Paulus wird. Es ist wie beim »Highlander«: Es kann nur einen geben und das sind die Kontrollfreaks der KP. Eher wird Peking, um von inneren Problemen abzulenken, die patriotisch-nationalistische Karte ziehen: Das böse Amerika will das gute China unterdrücken. Die chinesische Presse, die so frei wie ein Vogel im Käfig ist, wird diese Propaganda perfektionieren.

***Wenn Amerika weise ist, hat es kein Interesse, dass China zum Schattengewächs wird***

Es ist verständlich, dass Amerika und China um den Platz an der Sonne kämpfen. Grundsätzlich hat der Westen China in den letzten Jahren zu viel Freiraum gegeben, um sich an seinem üppigen Futtertrog zu laben. Dies suggerierte Peking, es könne global einfach so durchmarschieren und der Welt seinen autoritären Stempel aufdrücken.

Die amerikanische Gegenreaktion ist insofern verständlich. Doch sind die USA gut beraten, China nicht das Licht

auszuknipsen, wo immer es geht. Die Folgen wären für uns alle fatal.

Im Extremfall kommt es zu einer noch aggressiveren Außenpolitik. Konkret könnte sich das in Taiwan zeigen, auf das China unbedingten Anspruch erhebt, obwohl die Insel nie zur Volksrepublik gehörte. Doch macht man der Bevölkerung weiß, dass China nur dann Weltmacht ist, wenn es sich auch militärisch wie eine Weltmacht verhält.

Ebenso sollte dem Westen bewusst sein, dass China für die Weltwirtschaft und auch als Produktionsstandort weiter von großer Bedeutung ist. Umgekehrt hat aber auch China ein Interesse daran, Außenhandel mit dem kaufkräftigen Westen zu betreiben, was fundamental ebenso den westlichen Aktienmärkten zugutekommt.

Insgesamt spricht dies für einen vernünftigen Kompromiss der Marke »Leben und leben lassen«. Es ist zu hoffen, dass diese Weisheit in Amerika auch nach der nächsten Präsidentschaftswahl praktiziert wird und dass niemand mit dickem narzisstischem Hintern diplomatische Mauern einreißt.

Nicht zuletzt sollte sich das besonders religiöse Amerika an das Evangelium nach Johannes, Kapitel 8 erinnern. Dort heißt es: »Wer ohne Sünde ist, der werfe den ersten Stein.« In Anbetracht einer dramatischen Überschuldung, Rating-Abstufungen und einer tief gespaltenen Gesellschaft packt man sich am besten an die eigene Nase. Die Steine sollten den amerikanischen Boden nicht verlassen. □

ANZEIGE



»Leuchtende Glamourgeschöpfe, erotische Businessfrauen und hinreißende Powermütter sind meine Inspiration, wenn ich an die Trägerin meines Schmucks denke.«

ANNA VON BERGMANN SCHMUCK | ACCESSOIRES

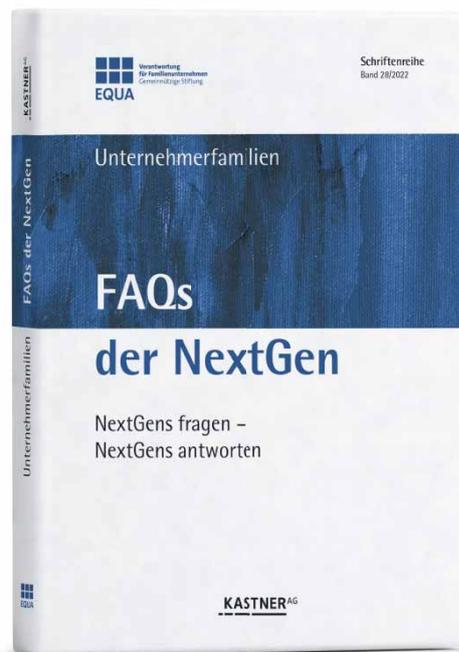
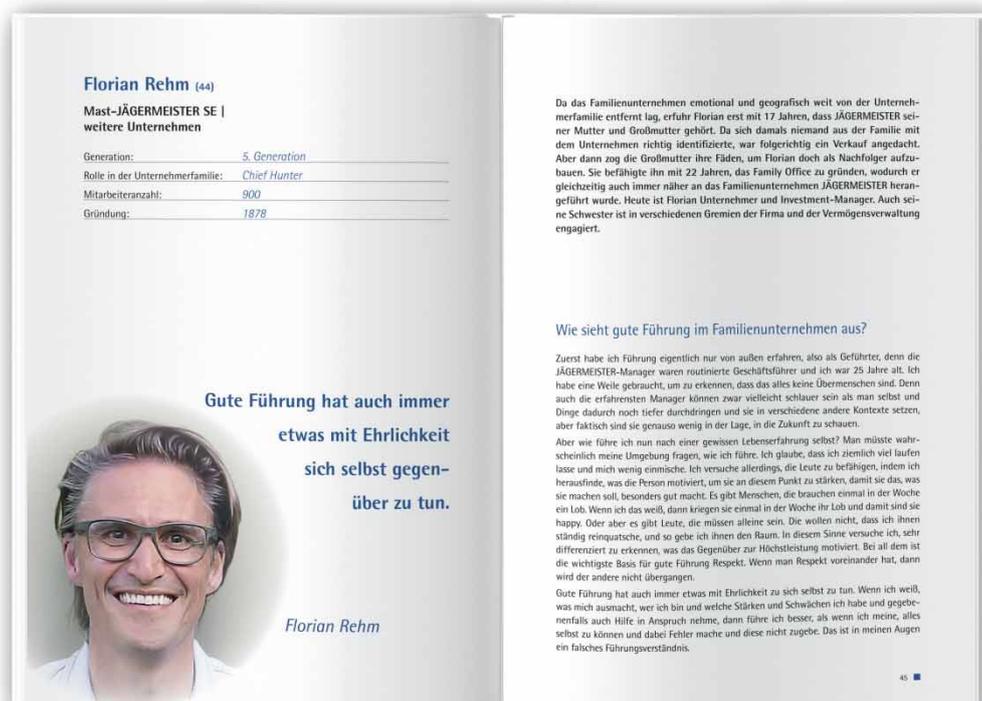
[www.annavonbergmann.de](http://www.annavonbergmann.de)



NEUERSCHEINUNGEN  
im VERLAG KASTNER

# Die Nachfolger besser verstehen

Zu den Pionierarbeiten der Equa-Stiftung, München, gehört es, die Jugend – die NextGens – nach ihren Erwartungen, Einstellungen und Visionen in der Unternehmensführung zu fragen. Herausgekommen ist ein stattliches Werk, Pflichtlektüre für alle, die Unternehmensnachfolgen betreuen, vom Juristen bis zum Vermögensverwalter. Es sind ehrliche und authentische Aussagen zu den wichtigsten 15 Fragen, selbst von namhaften Familiennachfolgern. Doch die Sichtweisen unterscheiden sich durchaus und somit die Herangehensweise, in die Chefrolle oder die Aufsicht zu finden. Die Unternehmen der 45 Interviewten werden im Buch vorgestellt, ergänzt von einem Bild und einem Leitsatz der Aussage. Darunter finden sich bereits viele Nachfolgerinnen. In Zukunft werden auch die Vorstandsetagen weiblicher.



Dr. Rena Haftlmeier-Seiffert / Dr. Dinah Spitzley  
**FAQs der NextGen**

NextGens fragen – NextGens antworten

Format 15,5 x 22,5 cm, 248 S., Hardcover,  
Verlag Kastner

ISBN: 9783945296981

24,90 € Bestellbar auf [www.kastner.de/shop](http://www.kastner.de/shop)  
oder Amazon

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://handelsblatt.com/neuesdenken)

**Handelsblatt**  
Substanz entscheidet.

**Impressum: Anschrift:** Elite Report Redaktion, Niggerstraße 4/II, 81675 München, Telefon: +49 (0) 89 / 470 36 48, [redaktion@elitebrief.de](mailto: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.