

Eine Fußballmannschaft für das eigene Portfolio

Von Marco Herrmann, FIDUKA-Depotverwaltung GmbH

Seit Mitte Juni läuft die Fußball-Europameisterschaft. Auch im Bereich der Geldanlage können wir viel vom Fußball lernen, besonders in Bezug auf die richtige Diversifikation.

Ein Anleger sollte sein Investment nicht auf den Heimatmarkt beschränken, denn eine Diversifikation über verschiedene Anlagemärkte hinweg erhöht den Handlungsspielraum beträchtlich. Ziel ist es, das Risiko zu reduzieren, ohne auf Chancen zu verzichten. Zwar schützt Diversifikation nicht vor Verlusten, doch sie hilft, Klumpenrisiken zu vermeiden. Man kann die Schwankungsbreite (Risiko) des Portfolios verringern, ohne die Renditechancen zu schmälern (Risikodiversifikationseffekt).

Diversifikationsmöglichkeiten eines Aktienportfolios:

- ❑ Streuung nach Ländern: Streuung nach Ländern, Regionen oder Kontinenten.
- ❑ Streuung nach Branchen: Gut sind Obergrenzen, z. B. keine Branche mehr als 25%.
- ❑ Streuung nach Größenmerkmalen: Nutzung von Size-Effekten, z. B. MDAX und DAX, Russel 2000 und S&P 500.
- ❑ Mathematisch fundierte Streuung: Berechnung von Korrelationen, Kovarianzen, Beta-Faktoren.
- ❑ Streuung nach finanzanalytischen Kriterien: Dividendenrendite, Kurs/Gewinn-Verhältnis, Relative Stärke etc.
- ❑ Streuung nach historischen Zeit-Erfahrungen: Januar-Effekt, Saisonalität (»Sell in May«) etc.

Noch besser wirkt der Diversifikationseffekt zwischen verschiedenen Vermögensklassen (Asset Allocation). Der Investor sollte sein Kapital also auf mehrere Körbe verteilen, da sich die Anlageklassen unterschiedlich zueinander entwickeln können.

Gottfried Heller beschreibt in seinem Buch »Die Revolution der Geldanlage« anschaulich die Kunst des Portfoliomanagements. Sein Rat: »Planen Sie Ihr Portfolio wie ein Fußballtrainer seine Mannschaftsaufstellung. Fußball wird mit einer Mannschaft gespielt: Es gibt einen Torwart, eine Verteidigung, ein Mittelfeld, einen Sturm und eine Auswechselbank.«

>>

Vermögensverwalter aufgepasst!

Der neue Fragebogen für die »Die Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum 2025« kann unter folgendem Link heruntergeladen werden:

www.elitereport.de/fragebogen

Ausgefüllte Fragebögen bitte per E-Mail (bis zum 21. August 2024) an: redaktion@elitereport.de

Wir bitten Sie auch, uns den Geschäftsbericht, ein Muster des Vermögensverwaltungsvertrages und ein Reporting digital mitzusenden (größere Dateien gerne per wetransfer.com o. Ä.).

Bitte keine Postsendungen, da unsere Redaktion zeitnah umziehen wird und wir die gesamte Auswertung sowieso zukünftig digitalisieren wollen.



»Die Elite der Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum 2024«

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

Die meisten Spieler auf dem Platz – etwa zwei Drittel – agieren defensiv. Ein guter Torwart und eine stabile Abwehr sorgen für Sicherheit, indem sie das Risiko eines Gegentors minimieren.



Marco Herrmann,
Geschäftsführer &
Chief Investment Officer,
FIDUKA-Depotverwaltung GmbH
www.fiduka.com

Übertragen auf ein Wertpapierportfolio übernehmen Gold, Cash-Quote, Anleihen und Standardwerte mit stabilem Geschäftsmodell (Qualitätsaktien) diese Aufgabe.

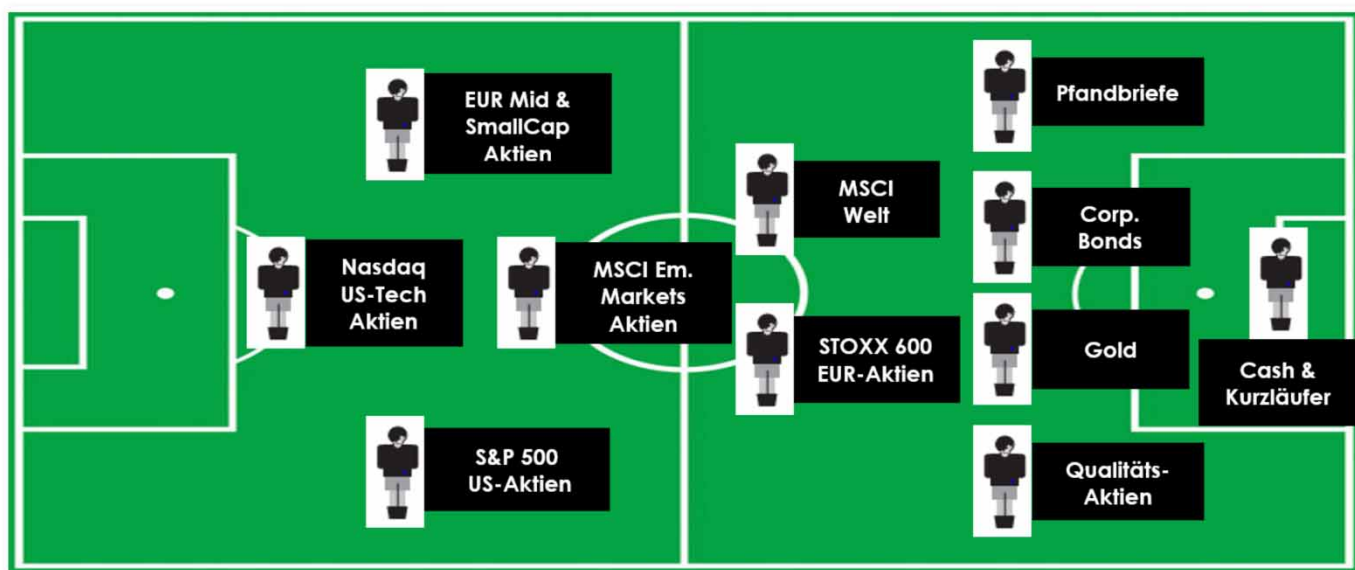
Im Fußball ist das Mittelfeld sowohl offensiv als auch defensiv tätig, oft laufen diese Spieler am meisten. Im Depot können das breite Indexwerte (z. B. MSCI World) oder Dividendenwerte sein. Der Sturm erzielt spektakuläre Tore; das können schnelle, technisch versierte oder durchsetzungsstarke Spieler sein. Im Depot wird der Sturm durch riskantere Anleihen, Aktien aus den Emerging Markets, Neben- oder Wachstumswerte sowie zyklische Aktien dargestellt.

Jeder weiß: Eine erfolgreiche Fußballmannschaft lebt vom Teamgedanken. Spieler haben unterschiedliche Talente und ergänzen sich gegenseitig. Jeder auf dem Platz muss seine Stärken ausspielen und oft die Schwächen anderer abdecken.

Je nach Situation kann man seine Mannschaft offensiv oder defensiv aufstellen, was maßgeblich vom Gegner abhängt. Bei einem Depot ist der Gegner das Börsenumfeld (wirtschaftliche, monetäre, psychologische und technische Faktoren). Ist der »Gegner« im Rauschzustand (1999/2000), ist Defensive angesagt; ist der »Gegner« depressiv, ist es Zeit, offensiver zu spielen. Insgesamt wird ein guter Trainer seine Mannschaft »kompakt« aufstellen, also fest gefügt mit Abwehrkraft, Durchhaltevermögen und Angriffsstärke.

Fazit: Diversifikation ist ein unverzichtbares Prinzip der Geldanlage. So wie ein erfolgreicher Fußballtrainer seine Mannschaft strategisch aufstellt, um verschiedene Talente und Spielweisen optimal zu nutzen, sollte auch ein Anleger sein Portfolio gestalten. Denken Sie daran: Es kommt nicht nur darauf an, die richtigen Spieler zu haben, sondern sie auch richtig einzusetzen und hin und wieder auch mal einen Spieler auszuwechseln.

Im aktuellen Umfeld würden wir die »Mannschaft« wie folgt aufstellen



Quellen: Die Abbildung ist angelehnt an Gottfried Hellers Portfoliokonzept analog einer Fußballmannschaft und wurde an das heutige Umfeld angepasst. Der Text wurde Auszugsweise aus dem Vortrag »Portfoliokonzepte für ungewisse Zeiten« von Prof. Dr. Bacher übernommen.

Spezialisierungslehrgang

Zertifizierter Family Officer


Ihr Können
kann sich sehen
lassen.

ZERTIFIZIERTER
FAMILY OFFICER
FVF

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



»Journal« – das Magazin von Maerki Baumann

Auf dem Weg in eine digitale Zukunft

Als vor 17 Jahren das erste moderne Smartphone auf den Markt kam, hätte kaum jemand geglaubt, dass es unser Leben jemals so verändern würde. Eine ähnlich disruptive Kraft geht von den neuen Technologien aus: Künstliche Intelligenz, Blockchain und Virtual Reality werden weitreichende Auswirkungen auf unseren Alltag haben. In der Finanzbranche hat die Blockchain-Technologie neue Anlagemöglichkeiten geschaffen und die Geschwindigkeit von Transaktionen verändert. Grenzüberschreitende Zahlungen etwa, die früher Tage in Anspruch nahmen, können nun in Sekundenschnelle abgewickelt werden. In unserem neusten »Journal« geben wir Ihnen Einblicke in die technologischen Entwicklungen und deren Opportunitäten, die uns als aufgeschlossenes Unternehmen beschäftigen. Und wir zeigen Ihnen, welche Dienstleistungen Sie in diesem Bereich bei uns beziehen können.

Die Privatbank Maerki Baumann mit ihrer fast 100-jährigen Geschichte hat bei allem Traditionsbewusstsein stets mit den relevanten Neuerungen Schritt gehalten. Dies mit dem Anspruch, die Kundschaft vom Wandel profitieren zu lassen. So waren wir vor fünf Jahren Pionierin unter den Schweizer Banken, die eine Krypto-Strategie entwickelte und ihrer Kundschaft Zugang zu digitalen Vermögenswerten verschaffte.

Anfang März dieses Jahres gingen wir einen Schritt weiter und bündelten unsere Dienstleistungen im Bereich der digitalen Vermögenswerte unter der Krypto-Marke »ARCHIP by Maerki Baumann«. Damit greifen wir das Bedürfnis einer wachsenden Zahl von Anlegerinnen und Anlegern auf, am Markt der Krypto-Anlagen teilzunehmen. Andererseits bieten wir Unternehmen und Privatpersonen aus der »Crypto Community« Zugang zu unseren Private-Banking-Dienstleistungen.

Hier geht es zum »Journal« von Maerki Baumann:

www.maerki-baumann.ch

Restrukturierungsplan eröffnet gute Wege

Von Ralph Veil, Rechtsanwalt, Mattil & Kollegen

*Neue Möglichkeiten der vorinsolvenzlichen
Sanierung nach dem StaRUG:*

Bedeutung für Vermögensverwalter und Banken

Seit Umsetzung einer EU-Richtlinie im Jahr 2021 in das deutsche StaRUG (das Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz) haben Unternehmen die Möglichkeit, auf einen gesetzlichen Rahmen zur vorinsolvenzlichen Sanierung zuzugreifen. Von dieser Möglichkeit wurde in den vergangenen Jahren immer häufiger Gebrauch gemacht. Im Jahr 2023 gab es doppelt so viele Verfahren wie im Jahr zuvor.



Ralph Veil,
Rechtsanwalt und Mediator,
Mattil & Kollegen, Fachanwälte
für Bank- und Kapitalmarktrecht
www.mattil.de

Das soll Anlass sein, ein wenig auf das StaRUG und seine Regelungen zu blicken und die wichtigsten Fragen mit Bezug zu Vermögensverwaltern und Banken zu beantworten:

1. Warum entscheiden sich Unternehmen für ein StaRUG-Sanierungsverfahren?

Einer der Gründe für die Zunahme der StaRUG-Verfahren dürfte die Möglichkeit der Rettung eines Unternehmens vor drohender Insolvenz durch Mehrheitsbeschluss der betroffenen Gläubiger sein.

2. Überblick über den Ablauf eines StaRUG-Verfahrens

Nach dem Verfahrensrecht ist der Weg einer Sanierung nach StaRUG nur bei Vorliegen einer drohenden Zahlungsunfähigkeit nach § 18 InsO und bei Vorliegen einer Vergleichsrechnung zur Abwicklung nach Insolvenz eröffnet. Der Hauptbestandteil einer Restrukturierung unter Nutzung des StaRUG ist ein sog. Restrukturierungsplan. In einem Restrukturierungsplan werden die Beteiligten, in deren Rechte zur Restrukturierung und Abwendung einer Insolvenz eingegriffen werden soll, in Gruppen von sog. Planbetroffenen eingeteilt. Die Planbetroffenen stimmen

sodann über den Restrukturierungsplan ab. In jeder Gruppe ist eine Zustimmung von 75 % erforderlich, damit die Mehrheitsentscheidung auch die nicht an der Abstimmung teilnehmenden bzw. gegen den Restrukturierungsplan stimmenden Planbetroffenen bindet. Das Mehrheitserfordernis knüpft dabei an das insgesamt vorhandene Forderungsvolumen der in die entsprechende Plangruppe eingeteilten Gläubiger (z. B. Inhaber von Anleihen) bzw. bei Aktionären an das gesamte Grundkapital an. Eine fehlende mehrheitliche Zustimmung insbesondere der Gruppe der Aktionäre kann aber regelmäßig durch Gerichtsbeschluss ersetzt werden, wenn die Zustimmung anderer Gruppen von Planbetroffenen mit der nötigen Mehrheit erfolgte. Stimmen etwa die planbetroffenen Gläubiger mit der nötigen Mehrheit zu, kann eine fehlende Zustimmung der Gruppe der Gesellschafter gerichtlich ersetzt und in das Eigentum der Anteilseigner eingegriffen werden.

Ein Restrukturierungsplan ist sehr flexibel. Im Restrukturierungsplan kann man gegenüber den Gläubigern Stundungen, Zinsanpassungen, Kürzungen ihrer Forderungen und sonstige Maßnahmen vorsehen und gegenüber Gesellschaftern können alle gesellschaftsrechtlich zulässigen Maßnahmen erfolgen.

Wichtiger Bestandteil des Restrukturierungsplans ist die sogenannte Planvergleichsrechnung. Diese vergleicht die wirtschaftlichen Auswirkungen des Restrukturierungsplans für die Planbetroffenen regelmäßig mit dem Regelinsolvenzverfahren.

Zu berücksichtigen ist im Restrukturierungsplan und im Verfahren das Gleichbehandlungsgebot. Die Gesellschafter befinden sich bei Eingriffen in ihre Rechte gemeinsam in einer Gruppe von Planbetroffenen, innerhalb derer das Gleichbehandlungsgebot gilt.

Die Rechtsmittel gegen gerichtlich bestätigte Restrukturierungspläne sind stark beschränkt und setzen voraus, dass der Planbetroffene gegen den Restrukturierungsplan stimmt, diesem widerspricht und zudem glaubhaft macht, dass er durch den Restrukturierungsplan schlechter gestellt wird als in dem hypothetischen Alternativszenario ohne Restrukturierungsplan.

Für Banken, die sich gegenüber zu sanierenden Unternehmen in einer Gläubigerposition sehen, und für Vermö-

gensverwalter stellt sich die Frage, warum sich die einzelnen Stakeholder für ein StaRUG-Verfahren entscheiden.

1. Vorteile des StaRUG für Unternehmen

Ein wesentlicher Vorteil der Restrukturierung nach StaRUG ist, dass es grundsätzlich als ein nichtöffentliches Verfahren geführt wird, an dem nur die betroffenen Gläubiger und ggf. Anteilseigner beteiligt werden. Mit dem StaRUG vermeiden Unternehmen ein förmliches, öffentliches Insolvenzverfahren, bei dem negative Publizitätswirkungen vermieden werden können. Im Restrukturierungsplan können gegenüber den Gläubigern Stundungen, Zinsanpassungen, Kürzungen ihrer Forderungen und sonstige Maßnahmen flexibel vorgesehen sein und gegenüber Gesellschaftern können alle gesellschaftsrechtlich zulässigen Maßnahmen erfolgen. Eine Sanierung mittels Restrukturierungsplan eignet sich vor allem für Unternehmen, die durch hohe Finanzverbindlichkeiten betroffen sind und für die eine weitere / neue (Re-)finanzierung durch eine hohe Schuldenbelastung erschwert ist. Das StaRUG-Verfahren eignet sich nicht so sehr für operative Sanierungen als vielmehr für Finanzsanierungen.

2. Folgen des StaRUG für Gläubiger

Gläubiger müssen bei einer Beteiligung im Rahmen eines StaRUG-Verfahrens mit Einschnitten in ihre Rechte rechnen. Gläubiger müssen sich auch ggf. einer Mehrheit fügen, wenn sie als Beteiligte an einer Gläubigergruppe mit vergleichbaren Rechtspositionen durch eine Mehrheit in ihrer Gruppe überstimmt wurden, und müssen ggf. auch geplante Einschnitte hinnehmen. Im Gegenzug werden ihnen unter bestimmten Voraussetzungen Minderheitenrechte gewährt. Ein Restrukturierungsplan wird auf Antrag eines Gläubigers nicht gerichtlich bestätigt – und wirkt damit auch nicht gegen ablehnende Gläubiger –, wenn der Gläubiger durch den Restrukturierungsplan voraussichtlich schlechter gestellt wird, als er ohne den Plan stünde. Die Vergleichsrechnung muss also darlegen, dass der Gläubiger jedenfalls keine größeren Nachteile hinnehmen muss, als ihm auch ohne den Restrukturierungsplan entstehen würden.

3. Pflichten durch das StaRUG für Geschäfts-Organe

Das StaRUG verpflichtet Geschäftsleiter zur Krisenfrüherkennung und zum Krisenmanagement. Den Überwachungsorganen, wie z. B. Aufsichtsrat oder Beirat, haben sie entsprechend Bericht zu erstatten. Die Geschäftsleiter

müssen dafür Sorge tragen, dass Systeme zur Krisenfrüherkennung im Unternehmen eingeführt und regelmäßig aktualisiert werden und dass bei Erkennen einer Krise rechtzeitig gegengesteuert wird.

4. Bedeutung des StaRUG für Gesellschafter

Das StaRUG schafft eine Möglichkeit zum Schuldenschnitt auch gegen den Willen einzelner Gläubiger. Dies kann auch Minderheitsgesellschafter betreffen.

Zuletzt nutzten Unternehmen das Verfahren auch vermehrt, um die Gesellschafterstruktur zu verändern oder sanierungsunwillige Gesellschafter zu verdrängen, weil nach bisheriger Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs die außergerichtliche Sanierung bisher nur unter den strengen Voraussetzungen zu der von der Rechtsprechung entwickelten Fallgruppe »Sanieren oder Ausscheiden« möglich ist. Im Insolvenzverfahren hingegen sind Eingriffe in Gesellschafterrechte mittels Insolvenzplan zwar deutlich leichter umsetzbar, aber dies eben auch mit den Nachteilen eines öffentlich publizierten Insolvenzverfahrens mit langer Verfahrensdauer und hohen Kosten und unter Einbeziehung aller Gläubiger.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass sich Unternehmen mit dem StaRUG also ganz schnell, rechtsicher, nicht öffentlich und kostengünstig entschulden und sanieren können. Den Unternehmen steht mit dem Restrukturierungsplan des StaRUG ein Instrument zur Verfügung, das Eingriffsmöglichkeiten bietet, die mit dem Insolvenzplan vergleichbar sind, aber entscheidende Nachteile eines Insolvenzverfahrens vermeidet. □



Steigende Verschuldungsproblematik

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

Auch wenn derzeit nur von wenigen beachtet, dürfte doch die Verschuldungsproblematik mehr auf den Radar der Investoren gehören. Oft schon in der Geschichte der Finanzmärkte kam es bei gleichzeitigem Anstieg von Verschuldung und hoch bleibenden Zinsen zu Problemen oder gar sogenannten »Finanzunfällen« von Unternehmen oder Staaten. Wie wichtig ein Fokus auf die Qualität der Ertragslage, aber eben auch der Bilanzsituation, der Schuldenfälligkeit und der Gesamtverschuldung ist, wird sich in den kommenden Quartalen wohl zeigen. Das gilt nicht nur für Aktien, sondern auch für Anleihen.

Die Zinsen zur Bedienung von Schulden sind für Regierungen, Unternehmen und Privatpersonen deutlich gestiegen. Die Welt ist aus dem Traum der Phase des billigen Geldes 2008 bis 2022 endgültig aufgewacht. Doch weniger bekannt ist, dass sich die globale Verschuldung auf einem historischen Rekordhoch befindet. Überraschen darf dies nach über einem Jahrzehnt von historisch einmalig billiger Finanzierung niemanden. Die gesamte Summe an geschuldetem Geld beträgt weltweit inzwischen fast 315 Bio. US-Dollar! Um es anders zu formulieren: Die globale Verschuldung ist gemäß dem bekannten Institute of International Finance allein seit 2013 um über 35 % angestiegen.

Damit erhöhen sich die Risiken bei einer Konjunkturveränderung für das internationale Finanzsystem, besonders falls es zu einer weltweit klaren Wirtschaftsabschwächung kommen sollte. Denn in diesem Fall würde sich in vielen Ländern das Verhältnis von Verschuldung zur Wirtschaftsleistung bzw. zum Bruttoinlandprodukt deutlich verschlechtern. Dies könnte relativ rasch zu Diskussionen über die Tragbarkeit der Verschuldung von Staaten wie Italien oder auch gewissen Schwellenländern führen, aber auch zu einer Ausweitung der sogenannten »Credit Spreads«, also der Zusatzrenditen oder besser gesagt Risikoprämien, welche höher verschuldete Staaten oder Firmen zahlen müssen. Diese sind bekanntlich in den letzten Monaten wieder massiv zurückgekommen. »High Yield«-Anleihen könnten dabei aufgrund ihrer geringeren Kreditqualität höhere Zahlungsausfallrisiken zeigen als »Investment Grade«-Anleihen. Viele Schulden sind in Zeiten tiefer Zin-

sen aufgenommen worden und ihre Problematik hängt nun davon ab, wann sie fällig werden und wie rasch zu nun höheren Zinsen refinanziert werden muss. Das bedeutet, dass künftig einzelne Unternehmen und Staaten noch genauer als sonst zu analysieren sind. Selektion ist also angesagt.

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

www.maerki-baumann.ch



Die Finanzgeschichte ist voller Beispiele von Problemen, die relativ hoch bleibende Zinsen ausgelöst haben. Dies besonders dann, wenn gleichzeitig auch die Verschuldung in relativ kurzer Zeit hochgefahren wurde. Es ist zwar schon längere Zeit her, aber wir sollten uns an den Nikkei-Niedergang zu Beginn der 1990er Jahre in Japan erinnern, an die Schwellenländerprobleme von Mexiko 1994 oder auch die verschiedener asiatischer Länder 1997/98. Auch die Finanzkrise 2008/09 oder die Eurokrise 2010/2011 waren durch einen Anstieg der Verschuldung bei gleichzeitig im historischen Vergleich plötzlich wieder hohen Zinsen ausgelöst worden.

Diesmal erscheinen einige Problemfelder der Verschuldung am Horizont aufzutauchen, von wieder mehr Volatilität für verschuldete Staaten wie Italien bis zu möglichen Immobilienkorrekturen z. B. in Australien, Südkorea, in nordeuropäischen Ländern oder zum Teil auch in den USA. In Großbritannien machen Zahlungen zur Schuldenbedienung (nicht nur von Hypotheken) bereits einen hohen Anteil des Haushaltseinkommens aus. In den Niederlanden, Norwegen und Schweden sind es schon 10 bis 15 %. Besonders Wohnungs- und Hauseigentümer in vielen Ländern, auch in Asien, spüren die historisch hohen Zinskosten. Ebenso sogenannte »Zombie-Firmen«, d. h. hoch verschuldete Unternehmen mit vielen Angestellten, aber sinkender Ertragskraft, die gemäß Analysten inzwischen verschiedentlich schon fast 20 % der börsennotierten Unternehmen ausmachen dürften.

Wie die Rating-Agentur Moody's berichtete, könnten die Zahlungsausfallraten im »High Yield«-Segment, besonders

bei Firmen mit tieferem Kreditrating, bald deutlich ansteigen. In bestimmten Ländern droht zudem Ungemach aufgrund des hohen Anteils der Schulden in US-Dollar, besonders bei Immobilienfirmen in Schwellenländern, wo neben sinkenden Immobilienwerten noch eine recht hohe Dollarverschuldung hinzukommt.

Aber auch in nicht öffentlichen Märkten besteht eine sogenannte »Leverage«-Problematik, dort, wo Investments

mit großem Verschuldungshebel getätigt wurden, beispielsweise im Bereich der Privatkredite.

Gerade in einer Phase, in der die Zentralbanken nicht mehr wie früher über Anleihenkäufe die Nachfrage stützen, sollte daher der Qualität der Unternehmen, aber auch der Staaten, besonders große Aufmerksamkeit gelten. Und das gilt nicht nur für Aktien, sondern auch für Anleihen. Die Analyse der einzelnen Firmen wird umso wichtiger. □

Merck Finck-Anlagestrategie zum Halbjahr: »Wir halten Kurs«

Von Robert Greil, Chefstrategie bei Merck Finck

Diesen Sommer richten sich nicht nur wegen der Fußball-Europameisterschaft und der Olympischen Sommerspiele, die demnächst in Paris stattfinden, alle Augen auf Europa: Schließlich wurden im Vereinigten Königreich wie in Frankreich Neuwahlen angesetzt – wobei letztere an den Finanzmärkten sogar die US-Präsidentenwahlen im November zumindest erst einmal in den Schatten stellen.



Von Robert Greil,
Chefstrategie,
MERCK FINCK A QUINTET
PRIVATE BANK (EUROPE) S.A.

www.merckfinck.de

Zum Jahresanfang haben wir – auch hier im Elite Report – die Investmentstrategie von Merck Finck, die zur europaweit agierenden Quintet Private Bank gehört, vorgestellt: Wir erwarteten ein Jahr mit zwei konträren Hälften. Zuerst mit moderaterem Wirtschaftswachstum und nachlassender Inflation, gefolgt von Leitzinssenkungen zur Jahresmitte und einer allmählichen Konjunkturerholung in der zweiten Jahreshälfte. Genau das ist in Europa passiert, auch wenn sich die Wirtschaft besser gehalten und etwas früher begonnen hat, sich zu erholen, als prognostiziert. In den USA erwies sich das Wachstum robuster und die Inflation anders als in Europa hartnäckiger als erwartet, was zur zweiten, historisch betrachtet unüblichen, Überraschung führte: dass die EZB ihren Leitzinssenkungszyklus vor der Fed startete.

Konjunkturerholung trotz aller politischen Unsicherheiten

Für die zweite Jahreshälfte sehen wir trotz aller politischen Unsicherheiten in unserem Basisszenario drei wichtige Trends:

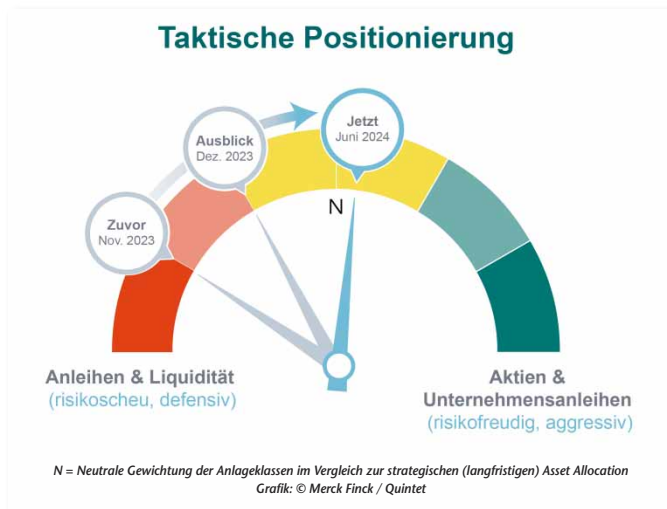
1. Eine globale Rezession bleibt in den nächsten sechs bis zwölf Monaten unwahrscheinlich. Wahrscheinlicher sind eine »weiche Landung« in den USA (langsames, aber positives Wachstum), eine leichte Beschleunigung in Europa und eine gewisse Stabilisierung in China.
2. Europa verfügt über mehr Wachstumsspielraum, als die Märkte erwarten – wir haben unsere Prognosen über das Konsensniveau angehoben.
3. Die Fed dürfte 2024 ihre Leitzinsen weniger und später senken als die EZB bzw. die Bank of England. Wir erwarten einen asynchronen Zinssenkungszyklus: eine oder zwei Fed-Senkungen gegen Jahresende gegenüber zwei bis drei der EZB bzw. der Bank of England.

Natürlich blicken auch wir auf die politischen Entwicklungen, wobei nicht außer Acht gelassen werden sollte, dass vor einem guten Jahrzehnt im Zuge der damaligen EU-Schuldenkrise rund um Länder wie Griechenland oder Italien diverse Schutzmechanismen sowohl auf Seiten der EZB wie auf EU-Ebene (z. B. ESM) eingerichtet wurden, die im Fall der Fälle gewissen Marktverwerfungen entgegenwirken können.

Anlagestrategie in risikobehafteten Erholungszeiten

Wir haben auf Basis einer weiterhin breit diversifizierten Anlagestrategie mit der Konjunkturerholung unser Risiko-Exposure im 1. Halbjahr etwas ausgebaut (siehe Grafik). Dabei haben wir vor allem unsere Aktienpositionierung – gerade in Europa – vorsichtig erhöht und sind mittlerweile bei Aktien insgesamt leicht übergewichtet, wobei absolut betrachtet schon aus strategischen Überlegungen heraus

US-Aktien – nicht nur, aber auch wegen des »KI«-Booms – klar unsere größte absolute Position bleiben.



Europa zunehmend im Fokus

Im globalen Vergleich holt Europa aus unserer Sicht trotz aller (geo)politischer Themen endlich wieder etwas auf – was schon der Blick auf die wichtigsten wirtschaftlichen Rahmendaten zeigt:

1. Die Inflation in Deutschland und in der Eurozone ist seit ihrem Höchststand im Oktober 2022, der bei über 10 % lag, stetig in Richtung 2 % zurückgegangen.
2. Damit nähert sich die Inflation dem EZB-Ziel, und die Notenbank hat zum ersten Mal seit fünf Jahren ihre Leitzinsen gesenkt.
3. Die Leitzinssenkungen dürften einen wichtigen Gegenwind für Konjunktur und Aktien beseitigen. Zinssenkungen können Aktien Auftrieb geben, wenn es nicht zu einer Rezession kommt.
4. Wir rechnen damit, dass die EZB in diesem Jahr noch ein oder zwei weitere Leitzinssenkungen vornehmen wird, was der Wirtschaft und den Märkten weitere Unterstützung bieten sollte.

Auf der Rentenseite sind die Bewertungen von europäischen Investmentgrade-Papieren aus unserer Sicht zwar etwas anspruchsvoller geworden, rechtfertigen nicht zuletzt mit Blick auf attraktive Renditen aber immer noch eine leichte Übergewichtung. Auch hier dürfte der Zinssenkungszyklus der EZB in einer sich verbessernden Wirtschaft unterstützend wirken. Umgekehrt preisen Hochzinsanleihen nach wie vor ein besseres konjunkturelles Umfeld ein als in unserem Basisszenario, sodass wir hier vorsichtig bleiben.

Von Erholung profitieren und Risiken Rechnung tragen

Um den zweifelsohne aktuell politischen Risiken für die Börsen Rechnung zu tragen, haben wir unsere Portfolios unter anderem mit breiteren Rohstoffanlagen und regionalen Positionierungen etwa im Pazifikraum weiter diversifiziert und unter anderem auch eine Art »Versicherungsinstrument« hinzugefügt, das bei sinkenden Aktienkursen dann negative Wertentwicklungen teilweise ausgleichen kann, auch wenn wir keine signifikante Aktienmarktkorrektur erwarten.

Unter dem Strich haben wir damit seit Jahresbeginn unsere Anlagestrategie den Entwicklungen seither vorausschauend angepasst. Unabhängig vom Zusammenspiel der verschiedenen Teile unserer Portfolios bleiben wir dabei unserem Ziel treu, das Vermögen unserer Kunden zu schützen und zu vermehren. Obwohl wir im Verhältnis zu unserer langfristigen Allokation jetzt etwas mehr Aktien als Anleihen halten, behalten wir eine Mischung von Positionen bei, die dazu beitragen, Abwärtsrisiken zu mindern. Eine globale Diversifizierung sollte dabei die Volatilität in diesen unsicheren Zeiten verringern und kann zu stabileren Ergebnissen führen. Durch die Streuung der Anlagen auf mehrere Regionen und Anlageklassen, die von unterschiedlichen Risiko- und Renditefaktoren bestimmt werden, sollten die Auswirkungen lokaler Ereignisse wie Geopolitik und Wahlen abgeschwächt werden. □

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



Robert Greil, Chefstrategie bei Merck Finck:

»Sinkender Inflationsdruck in Deutschland und der Eurozone«

»Grundsätzlich bleibt der Inflationstrend in Deutschland wie im Euroraum insgesamt abwärtsgerichtet, was der EZB im weiteren Jahresverlauf weiteren Leitzinssenkungsspielraum geben sollte.«

Auf die vorläufigen deutschen Inflationszahlen für Juni am kommenden Montag folgen tags darauf die für die Eurozone: »Die Inflationsdaten dürften in Deutschland trotz der Fußball-Europameisterschaft leicht gesunken sein«, sagt Robert Greil. Der Chefstrategie von Merck Finck verweist auf »wahrscheinlich zumindest leicht sinkende Trends in den meisten Teilkategorien, inklusive Energiepreise, im Vorjahresvergleich, was für einige Dienstleistungspreise, z. B. für Pauschalreisen, nicht gelten dürfte.« Greil weiter: »Grundsätzlich bleibt der Inflationstrend in Deutschland wie im Euroraum insgesamt abwärtsgerichtet, was der EZB im weiteren Jahresverlauf weiteren Leitzinssenkungsspielraum geben sollte.«

Jenseits dessen richtet sich der Fokus kommende Woche auf die bevorstehenden Wahlen in Frankreich und im Vereinigten Königreich: »Gerade der Ausgang der französischen Wahlen könnte größere Schwankungen an den Finanzmärkten hervorrufen.« An weiteren Makrodaten stehen nächste Woche in Deutschland (wie in Europa insgesamt, den USA und Japan) am Montag und Mittwoch, die finalen Juni-Einkaufsmanagerindizes auf der Agenda, bevor am Donnerstag noch die Auftragseingänge der Industrie und am Freitag die Industrieproduktion, jeweils für Mai, folgen.

Außerhalb Europas sind die wichtigsten US-Veröffentlichungen die ISM-Einkaufsmanagerberichte für Juni: für das verarbeitende Gewerbe am Montag und für den Dienstleistungsbereich am Mittwoch. An diesem Tag stehen zudem die Auftragseingänge der US-Industrie und das Protokoll zur jüngsten Fed-Sitzung an, bevor am Freitag der Arbeitsmarktbericht für Juni diese wichtige amerikanische Datenwoche abschließt. Und in China stehen von Sonntag bis Mittwoch die Einkaufsmanagerindizes für Juni auf der Agenda.

www.merckfinck.de/de-de/aktuelle-publikationen



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

Antizyklisch investieren in Nebenwerte

Von Georg Geiger, Value-Holdings AG

**»Der Aktienmarkt ist der einzige Markt, vor dem die Leute weglaufen, wenn dort ein Ausverkauf stattfindet.«
(Martin Sass, US-Vermögensverwalter)**

Investieren in Nebenwerte

In den vergangenen beiden Beiträgen haben wir herausgearbeitet, dass sich aktives Investieren lohnt und dass eine aktive Auswahl von Aktien gemäß den Kriterien des Value-Investing die Chance auf eine gute Performance verbessert. Heute schauen wir uns ein Marktsegment an, das von vielen Investoren in den letzten Jahren vernachlässigt wurde: Deutsche Nebenwerte. Ein Blick auf die Aktienperformance im Jahr 2023 macht die Misere deutlich: Während der Deutsche Aktienindex DAX 20,3 % zulegte, waren es beim MDAX nur 8,0 %. Richtig düster verlief aber die Entwicklung der kleinen Werte mit Marktkapitalisierungen unterhalb der DAX-Familie: Die im Marktsegment SCALE der Börse Frankfurt notierten Werte verloren gemessen am SCALE 30 Index im vergangenen Jahr 16,9 %. Und auch der Start in das Jahr 2024 verlief kaum besser. Der DAX liegt seit Jahresanfang mit rund 10 % im Plus, der MDAX verliert rund 5 % und der SCALE 30 kann nach den vorangegangenen Verlusten lediglich um 5 % zulegen.

Was hat Nebenwerte ausgebremst

In unsicheren Zeiten neigen die Anleger dazu, in große Werte zu investieren. Und mit der Covid-Pandemie, dem Ukraine-Krieg, hoher Inflation und steigenden Zinsen gab es in den letzten Jahren genügend Störfaktoren für die Aktienmärkte. Diese Belastungsfaktoren haben im Jahr 2023 schließlich dazu geführt, dass die deutsche Wirtschaft in die Rezession abgeglitten ist. Für Nebenwerte leiten viele Anleger aus dieser Gemengelage erhebliche Belastungen ab. Nebenwerte gelten überwiegend als binnenorientiert. Sie leiden besonders unter der Rezession, da sie im Gegensatz zu den international tätigen Großkonzernen weniger Auslandsgeschäft haben. Ferner gelten Nebenwerte als abhängiger von Fremdfinanzierungen. In Phasen steigender Zinsen verteuern sich die Finanzierungskosten überproportional und die Bereitschaft der Banken, vor einer bevorstehenden Rezession die Kreditlinien zu verlängern oder zu erhöhen, nimmt ab.

Wovon könnten Nebenwerte wieder profitieren

Die Europäische Zentralbank EZB hat im Juni 2024 erstmals seit 2016 die Zinsen wieder gesenkt. Die höhere Zinssensitivität der Nebenwerte könnte jetzt wieder zum Vorteil werden, insbesondere wenn weitere Zinsschritte nach unten folgen. Dies würde auch die deutsche und die europäische Wirtschaft befeuern und nach einigen Jahren der Stagnation bzw. Rezession wieder auf Wachstumskurs bringen. Dies würde die wirtschaftliche Entwicklung vieler Nebenwerte verbessern, deren wichtigste Auslandsmärkte oft in Europa liegen.



Georg Geiger ist Gründer
und Vorstand der Value-Holdings AG

www.value-holdings.de

Und ein Blick auf die Bewertungen von Aktien zeigt, wie attraktiv dieses Segment aktuell ist. Nebenwerte werden aktuell mit einem Abschlag von rund 20 % gegenüber ihrem historischen Durchschnitt gehandelt. Im Vergleich zu Large Caps beträgt der Discount sogar bis zu 40 %. Das war in der Vergangenheit zumeist anders: Nebenwerte, die oft höhere Wachstumsraten als Großunternehmen aufweisen, wurden in der Regel mit Aufschlägen und nicht wie aktuell mit Abschlägen gehandelt.

Welche Nebenwerte erscheinen besonders vielversprechend

Innerhalb des Nebenwertesegments gelten Unternehmen aus den Bereichen Fahrzeug- und Maschinenbau als besonders zyklisch. Steht eine Rezession bevor, werden Investitionen in neue Maschinen und Ausrüstungen gestoppt oder verschoben. Das gilt für Lastwagenhersteller, Hersteller von Produkten für die Lagerautomatisierung genauso wie für Produzenten von Baumaschinen.

Bereits im vergangenen Jahr haben wir in den Lastwagenhersteller Traton investiert. Zwar nehmen auch hier die Auftragseingänge ab, durch Effizienzgewinne insbesondere bei den Traton-Marken MAN und Navistar kann der Konzern jedoch seine Ertragslage weiter verbessern. Kion hatte das Problem, dass die unerwartet hohen Preissteigerungen von Vormaterialien bei langlaufenden Projekten nicht komplett an die Kunden weitergegeben werden konnten. Dies ist nach der Neugestaltung der Vertragsbedingungen für

Neuprojekte wieder möglich, was die Margen in den nächsten Jahren deutlich verbessern wird. Beide Aktien haben sich seit ihren Tiefkursen bereits deutlich erholt. Noch keine Erholung in Sicht ist dagegen bei Wacker Neuson. Angesichts der Krise in der deutschen Bauindustrie trauen die Anleger dem Unternehmen in den nächsten Jahren nicht viel zu. Doch dabei wird übersehen, dass Wacker Neuson neben der Bauindustrie auch die Landwirtschaft, Garten- und Landschaftsbauer, Kommunen und Bauhöfe, Messe- und Veranstaltungsorganisationen sowie Recyclingunternehmen beliefert. Zudem ist Wacker Neuson nicht nur von der deutschen Wirtschaft und der heimischen Bauindustrie abhängig. Wichtige Exportmärkte in Europa sind beispielsweise Frankreich, Großbritannien, die Schweiz und Österreich. Auch in den ost- sowie den südeuropäischen Ländern ist Wacker Neuson stark verankert. Zudem wird rund ¼ des Umsatzes nach Amerika und Asien exportiert bzw. dort produziert.

Fazit: Am Aktienmarkt für Nebenwerte hat ein übertriebener Ausverkauf stattgefunden. Aktive Investoren wissen

das zu nutzen! Selbst in einem ungemütlichen wirtschaftlichen Umfeld gibt es Firmen, die mit den Belastungsfaktoren gut zurechtkommen. Als Value-Investoren prüfen wir die Unternehmen auf »Herz und Nieren«. Dadurch lassen sich bei einem Investment Chancen erkennen und Risiken vermeiden.

Die Value-Holdings AG und der Value-Holdings Deutschland Fund sind vor dem »Ausverkauf« nicht »weggelaufen«. Wir haben antizyklisch investiert und freuen uns darauf, dass unser Mut in den kommenden Jahren durch steigende Kurse und höhere Dividenden belohnt wird.

Hinweis auf den Value-Holdings Fondsbericht und den Aktionärsbrief der Value-Holdings AG: Wenn Sie die Themen aktives Investieren, Value-Investing und Dividendenstrategien auch in Zukunft mit uns verfolgen möchten, können Sie sich auf unseren Verteiler für den vierteljährlich erscheinenden Value-Holdings Fondsbericht und/oder die Aktionärsbriefe der Value-Holdings AG oder der Value-Holdings International AG eintragen lassen. Senden Sie uns hierfür bitte eine E-Mail an investoreninfo@value-holdings.de. □

ifo Exporterwartungen gesunken (Juni 2024)

Die Stimmung in der deutschen Exportindustrie hat sich leicht verschlechtert. Die ifo Exporterwartungen sanken im Juni auf -1,0 Punkte, von +0,2 Punkten im Mai. »Gegenwärtig zeichnet sich keine klare Richtung ab«, sagt Klaus Wohlrabe, Leiter der ifo Umfragen. »Die Exportwirtschaft hat noch viel Luft nach oben.«

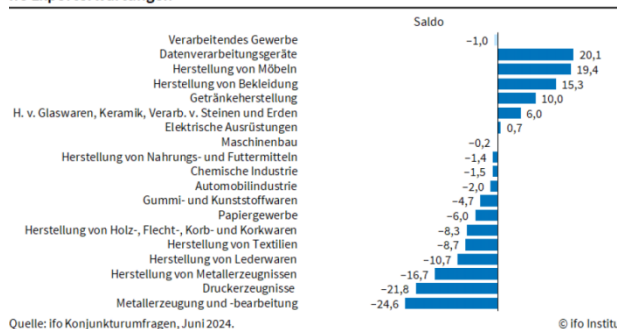
Einen deutlichen Zuwachs beim Exportgeschäft erwarten die Hersteller von Datenverarbeitungsgeräten und Elektronikprodukten. Auch die Möbelindustrie blickt zuversichtlich auf künftige Exporte. Die Produzenten von Getränken rechnen mit zusätzlichen Aufträgen, sind aber etwas weniger optimistisch als noch im Vormonat. Der Maschinenbau und die Hersteller von Elektronischen Ausrüstungen gehen von einem konstanten Exportgeschäft aus. Ähnliches gilt auch für die Chemische Industrie sowie die Autohersteller. Eher pessimistisch blickt die Metallindustrie auf das Auslandsgeschäft. Sie erwartet rückläufige Aufträge.

www.ifo.de

ifo Exporterwartungen im Verarbeitenden Gewerbe
Saisonbereinigt



ifo Exporterwartungen



Marktkommentar vom 12. Juni 2024

Zinsentscheid – und nun?*Inflation, Arbeitsmarkt und volatilere Märkte lassen Anleger vorsichtiger werden*

Andrea Greisel,
Portfoliomanagerin
der Fürst Fugger Privatbank
www.fuggerbank.de

Erstmals seit 2019 hat die Europäische Zentralbank (EZB) die Leitzinsen wieder gesenkt. Als eine der ersten Zentralbanken. Und das, obwohl sie ihre Zinsen erst vergleichsweise spät erhöht hatte. Mit Aussagen zu weiteren Zinserleichterungen hält sie sich jedoch zurück. Stattdessen wurden mögliche Erwartungen eher gedämpft. Das ist auch gut so, meint Andrea Greisel, Portfoliomanagerin der Fürst Fugger Privatbank: »Die EZB tut gut daran, keine Hoffnungen auf weitere Zinssenkungen zu schüren, denn die Risiken bleiben hoch.« Nachdem die Inflation im Euroraum zuletzt wieder höher ausgefallen sei als erwartet, habe die EZB ihre Inflations- und Wachstumsprognosen für 2024 und 2025 leicht anheben müssen. Auch der anhaltende Lohndruck in Europa lasse die EZB vorsichtig agieren. Und die EZB dürfte für weitere Zinsschritte die Fed im

Auge behalten, die ihrerseits die Zinswende noch etwas aufschieben müsse – nicht zuletzt wegen des starken US-Arbeitsmarkts.

Andrea Greisel erwartet daher von der Fed keine Überraschungen: »Alle Marktteilnehmer sind sich einig, dass der amerikanische Leitzins vorerst unverändert bleiben wird.« Ein »higher for longer« scheine kurzfristig noch eingepreist zu sein und die Kapitalmärkte hielten sich erstaunlich gut. Die Lage sei jedoch angespannt. Fed und EZB würden daher weiter auf Sicht fahren, denn die Situation bleibe sehr datenabhängig und uneinheitlich. »Angesichts der insgesamt etwas unsicheren Gemengelage sollten Anleger über die Sommermonate hinweg von volatilen bis leicht fallenden Aktienkursen ausgehen und sich eher etwas vorsichtig positionieren«, rät Greisel.

Wer sich auf der Anleihe Seite die einträglichen Renditen für die nächsten Jahre gesichert habe, könne an einer leichten Übergewichtung der Aktienseite festhalten und über den Sommer schwache Tage nutzen, um sie weiter auszubauen. Geografische Schwerpunkte sieht Greisel dabei in den USA und Europa: »Wir empfehlen, auf ein ausgewogenes Verhältnis zwischen günstigen europäischen Zyklikern und den unverwüstlichen großen US-Technologietiteln zu achten.« Die Rückschlagrisiken hätten zwar auf kurze Sicht zugenommen, langfristig bleibe der Ausblick für die Aktienmärkte jedoch optimistisch – sowohl für die USA als auch für Europa. □

ANZEIGE



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

Pro & Kontra: Ist Gold ein gutes Investment?

Von Tobias Gabriel, HAC VermögensManagement AG

Als verantwortlicher Asset Manager bei der HAC VermögensManagement AG möchte ich die Rolle von Gold in einem gut diversifizierten Portfolio beleuchten. Gold ist wahrscheinlich das älteste Investment der Welt. Gleichzeitig ist es topaktuell. Denn vor Kurzem hat der Kurs entgegen vieler Erwartungen ein neues Allzeithoch erreicht. Die Frage, ob Gold ein sinnvolles Investment darstellt, ist dennoch seit jeher Gegenstand intensiver Diskussionen. Es gibt überzeugende Argumente sowohl für als auch gegen eine Investition in das Edelmetall.

Das Wichtigste in Kürze:

- Stabilität und Diversifikation: Gold gilt als krisensicher und korreliert in Krisen wenig oder negativ mit Aktien.
- Inflationsschutz: Schützt in der Regel vor Kaufkraftverlust in Niedrigzinsphasen.
- Anlagebeispiele »Permanent Portfolio« nach Browne und Allwetter-Portfolio nach Dalio: Gleichgewicht bzw. Mischung aus Gold, Aktien, Anleihen, Rohstoffen und Bargeld als mögliche Anlagestrategien.
- Staatsanleihen-Ersatz: Könnte Gold die Rolle der Staatsanleihen in einem 60:40-Portfolio ersetzen?
- Demografischer Wandel: Alternde Bevölkerung erhöht langfristig die Attraktivität von Gold.

Pro Gold: Stabilität und Diversifikation

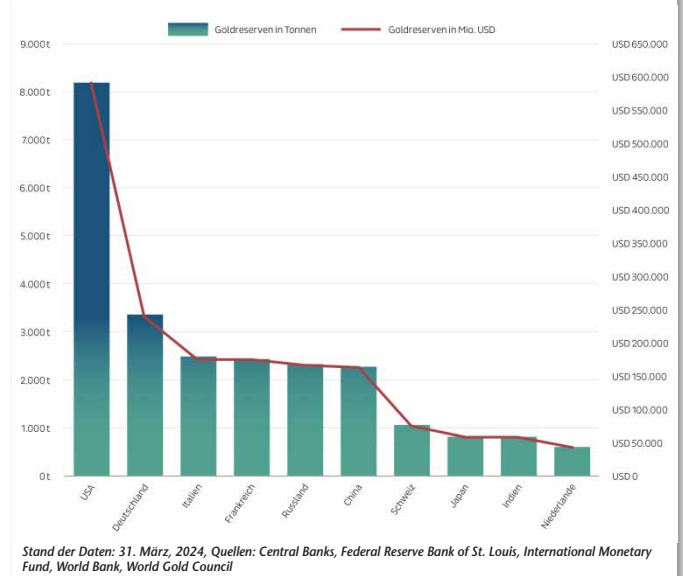
Deutschland ist mit 3.352,7 t hinter den USA (8.133,5 t) das Land mit den zweitgrößten Goldreserven, noch vor Italien, Frankreich, Russland und China. Und das hat einen guten Grund, Gold ist eine stabile Währung, ein Wertspeicher. Als solcher hat Gold in einer Zeit mit Rekordinflation vor Kurzem ein neues Allzeithoch erreicht und wie schon in den 70er Jahren bewiesen, dass es auch in turbulenten Inflationszeiten seinen Wert halten kann.

Historisch gesehen, hat sich Gold in Krisenzeiten oft als sicherer Hafen bewährt. Es stieg im Wert, wenn andere Anlageklassen an Boden verloren haben (negative Korrelation). Das bot den Anlegern Sicherheit und verlieh ihren Portfolios Stabilität. Ein wesentlicher Vorteil von Gold ist seine geringe Korrelation zu großen Aktienindizes wie dem S&P 500, vor allem in Abwärtsphasen. Das macht es zu einem wertvollen Diversifikationsinstrument. Diese

Eigenschaft ist besonders für reine Aktienportfolios sowie gemischte Portfolios aus Aktien und Anleihen von Vorteil. Zudem ist Gold ein bewährtes Mittel zur Absicherung gegen Inflation. In Phasen sehr niedriger oder negativer Realzinsen neigt Gold dazu, an Wert zu gewinnen, da Anleger verstärkt auf das Edelmetall setzen, um ihre Kaufkraft zu erhalten. Man sagt, dass man im römischen Reich von einer Unze Gold eine hochwertige Robe kaufen konnte. Mit einem Wert von rd. 2.150 Euro pro Unze bekommt man auch heute noch einen guten maßgeschneiderten Anzug dafür. Das ist Wertstabilität. Das Gold/Wiesnbier-Verhältnis der Incrementum AG belegt dies ebenfalls: Man erhielt 2023 rd. 119 Maß Bier pro Unze, ungefähr genauso viel wie schon 1975 oder 1990.

Der Studie »The Gold Exposure of Institutional Investors« zufolge halten 30 Prozent der Großanleger etwas Gold, im Mittel in Höhe von 1,7 Prozent ihrer Portfolios. Das ist angesichts der benannten Vorteile nicht viel. Werfen wir also einen Blick auf die Gründe, die gegen Gold als Anlage sprechen.

Die 10 Länder mit den größten Goldreserven



Kontra: Volatilität und unklare Wertbestimmung

Auf der anderen Seite weist Gold im Vergleich zu anderen Anlageklassen ein ungünstiges Verhältnis von Volatilität zu Rendite auf. Obwohl der Kurs in Krisenzeiten steigt, fällt er in ruhigeren Phasen meist wieder, was langfristig zu geringen Nettogewinnen führt. Doch das Paper »The Golden Rule of Investing« zeigt, dass die Absicherung von Portfolios durch Gold oft mit niedrigen Renditen einhergeht. >>

Zudem ist Gold anfällig für ausgeprägte Boom-and-Bust-Zyklen. Ein Beispiel hierfür ist der langwierige Kursverfall nach der Spekulationsblase von 1980, wo es 28 Jahre dauerte, bis die damaligen Höchststände wieder erreicht wurden. In Phasen positiver Realzinsen schneidet Gold oft schlecht ab, da Anleger alternative Investments mit Zinsen oder Dividenden bevorzugen. Ein weiterer Nachteil ist die schwierige ökonomische Kalkulierbarkeit des Goldwertes. Anders als produktive Vermögenswerte generiert Gold keine laufenden Erträge und verursacht Lagerkosten.

Das Permanent-Portfolio:

ein praktischer Ansatz zur Vermögensanlage

Ein Beispiel für die Integration von Gold in ein ausgewogenes Portfolio ist die von Harry Browne entwickelte Permanent-Portfolio-Strategie. Diese Strategie zielt darauf ab, Vermögen langfristig zu sichern, unabhängig von wirtschaftlichen Zyklen. Das Portfolio setzt sich wie folgt zusammen: 25 % in Gold, 25 % in Aktien, 25 % in Staatsanleihen und 25 % in Bargeld.

Diese Verteilung soll gewährleisten, dass das Portfolio unter verschiedenen wirtschaftlichen Bedingungen stabil bleibt. Das Bestechende an dieser Anlagestrategie ist ihre Einfachheit. Tatsächlich hat das Permanent-Portfolio historisch betrachtet sehr solide Renditen bei geringen Schwankungen und maximalen Rücksetzern erwirtschaftet. Die Grundidee des Permanent-Portfolios ist, dass man die möglichen ökonomischen Umgebungen für Investoren in vier Quadranten unterscheiden kann:

- **Inflationärer Boom:** In Zeiten hoher Inflation, in denen Preise schnell steigen, ist Gold besonders leistungsstark und schützt das Vermögen vor dem Kaufkraftverlust.
- **Deflationärer Boom:** Wenn die Wirtschaft wächst, aber die Preise fallen, sind langfristige Aktien, insbesondere solche von Wachstumsunternehmen, optimal.
- **Deflationärer Abschwung:** In einer schrumpfenden Wirtschaft mit fallenden Preisen bieten Staatsanleihen die größte Sicherheit, da sie in der Regel feste Zinszahlungen und Kapitalrückzahlungen gewährleisten.
- **Inflationärer Abschwung:** Wenn die Wirtschaft schrumpft und gleichzeitig die Preise steigen, ist Bargeld die bevorzugte Anlageform, da es Liquidität und Flexibilität bietet.

Allerdings sehen viele Beobachter diese Strategie in Zeiten von geringer oder vielleicht bald wieder negativer Real-

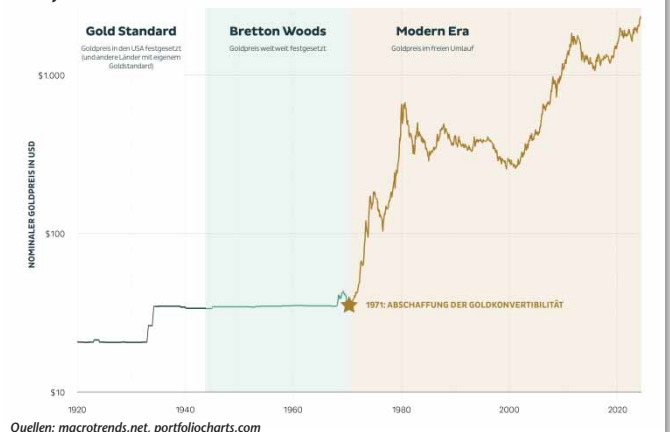
verzinsung sehr kritisch, weil ein Viertel des Portfolios quasi keinen Renditebeitrag leistet (Bargeld).

Gold als Ersatz für Staatsanleihen?

Ein interessanter Gedanke ist, dass Gold in den 2020er Jahren und darüber hinaus die Rolle von Staatsanleihen in einem Portfolio übernehmen könnte. Staatsanleihen wurden traditionell als sichere Anlage betrachtet, die stabilen Ertrag und Diversifikation bieten. Allerdings hat sich die Bonität vieler Staaten in den letzten Jahren verschlechtert, was das Risiko von Staatsanleihen erhöht. Die USA mussten im Jahr 2023 beispielsweise knapp über eine Billion US-Dollar an Zinszahlungen leisten (also über 1.000 Mrd.). Die Summe wird 2024 vermutlich erstmals größer sein als die Ausgaben für Verteidigung. 2007 lagen die Zinsausgaben der USA noch bei 414 Mrd. US-Dollar. In Deutschland liegt der Wert aktuell übrigens bei gerade einmal 37,6 Mrd. Euro, damit jedoch auch schon in der Nähe des historischen Hochs aus dem Jahr 2000 mit 39,1 Mrd. Euro. In einem herkömmlichen 60:40-Portfolio (60 % Aktien, 40 % Anleihen) könnte dies bedeuten, dass Anleihen ihrer Rolle als stabilisierende Komponente nicht mehr gerecht werden.

Die zunehmende Staatsverschuldung und die damit verbundenen Risiken führen dazu, dass Anleger nach alternativen sicheren Häfen suchen. Gold könnte hierbei eine wichtige Rolle spielen. Als Asset, das historisch in Krisenzeiten an Wert gewinnt und geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen aufweist, könnte Gold das Risiko eines Portfolios reduzieren und gleichzeitig als Inflationsschutz dienen. Während Staatsanleihen durch Bonitätsrisiken und niedrige Renditen an Attraktivität verlieren, könnte Gold aufgrund seiner robusten Eigenschaften eine zentrale Rolle im Portfolio einnehmen. >>

100-Jahres-Chart von Gold



Demografischer Wandel: eine zusätzliche Herausforderung

Ein weiterer wichtiger Aspekt, der die Rolle von Gold in einem Portfolio unterstreicht, ist der demografische Wandel. Viele Industrieländer, einschließlich der USA und Deutschlands, sehen sich einer zunehmend alternden Bevölkerung gegenüber. Die Baby-Boomer-Generation tritt in den Ruhestand, und die Geburtenraten bleiben niedrig. Dies führt zu einem geringeren Anteil an Erwerbstätigen, was die wirtschaftliche Dynamik verlangsamen kann.

Eine alternde Bevölkerung bedeutet höhere Ausgaben für Renten und Gesundheitsversorgung, während die Einnahmen durch eine geringere Anzahl von Erwerbstätigen sinken. Dies kann zu steigenden strukturellen Defiziten führen. Höhere Staatsausgaben und eine sinkende Sparquote der älteren Bevölkerung könnten die realen Zinssätze in die Höhe treiben, was Investitionen und Wachstum weiter bremst. Diese Entwicklungen könnten die Bonität von Staatsanleihen weiter beeinträchtigen, was die Attraktivität von Gold als stabilisierendes und wertbewahrendes Asset erhöht.

Schlussfolgerung: eine ausgewogene Strategie

Gold bietet als Beimischung im Portfolio zweifellos Vorteile, insbesondere in Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheiten und hoher Inflation. Die geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen stärkt die Diversifikation und trägt zur Stabilität des Portfolios bei. Allerdings sollten die langfristigen Risiken und die Volatilität des Goldpreises nicht unterschätzt werden.

Für den strategisch denkenden Anleger ist es ratsam, Gold als Teil eines diversifizierten Portfolios zu betrachten und es nicht isoliert zu bewerten. Eine Mischung aus Aktien, Anleihen und einem moderaten Anteil an Gold kann helfen, das Risiko zu streuen und die Widerstandsfähigkeit des Portfolios in verschiedenen Marktphasen zu erhöhen. Das Permanent-Portfolio nach Harry Browne oder das Allwetter-Portfolio von HAC (nach Ray Dalio) bieten dabei erprobte Modelle, die sich in verschiedenen Marktphasen bewährt haben und eine stabile Wertentwicklung ermöglichen. Angesichts des demografischen Wandels und der damit verbundenen Herausforderungen könnte Gold in den kommenden Jahrzehnten sogar eine Schlüsselrolle übernehmen, die bisher den Staatsanleihen vorbehalten war. □



»Es sind nicht nur Gebäude«

*Was Anleger über Immobilienmärkte wissen müssen
Von Tobias Just und Steffen Uttich*

Immobilien prägen unser Stadtbild. Sie bieten aber nicht nur Wohn- und Arbeitsraum, sondern sind auch ein lukratives Investment, denn sie gelten als sichere Kapitalanlage. Argumente wie der Inflationsschutz und die Bedeutung einer guten Lage sind ausschlaggebend bei einer solchen Investition. Die fachkundigen Autoren Tobias Just, Professor für Immobilienwirtschaft, und Steffen Uttich, Leiter im Fondsmanagement, erklären leicht verständlich in ihrem Immobilienratgeber die größten Chancen und Gefahren bei der Anlage.

Die 3., aktualisierte Auflage nimmt die sich in den letzten Jahren verändernde Marktsituation sowie an Relevanz gewinnende Aspekte wie Nachhaltigkeit in den Blick. Das Buch schließt eine Lücke zwischen schlichten Immobilienratgebern für Hauslebauer und Fachbüchern für Spezialisten. Die gängigen Argumente für eine Immobilienanlage (»Immobilien sind immer eine sichere Geldanlage«, »die Lage entscheidet« oder »Inflationsschutz«) werden untersucht und teilweise widerlegt, sodass der Leser einen umfassenden Überblick über mögliche Erfolge und Gefahren erhält. Mit vielen Praxisbezügen und leicht verständlich geschrieben erhalten sowohl erfahrene Privatanleger als auch Neueinsteiger einen umfassenden Überblick, was es bedeutet, sein Geld in Immobilien zu investieren.

ISBN: 978-3-96251-184-5 | 256 Seiten

Frankfurter Allgemeine Buch

fazbuch.de

Small-Caps im abseits – wie lange noch?

Von Oliver Hackel, Senior Investment Strategist,
Kaiser Partner Privatbank AG

Small-Caps standen in den letzten zweieinhalb Jahren im Schatten der Large- und Mega-Caps. Die Phase der Underperformance könnte sich nun aber einem Ende nähern. Insbesondere in Europa ist das Chance-Risiko-Verhältnis für Anleger mit mittelfristiger Perspektive gut. Um von der Dynamik der Hidden Champions profitieren zu können, ist jedoch aktives Management nötig. Viele Star-Performer bleiben heutzutage indes der Börse fern. Doch auch an diesen privaten Wachstumsunternehmen können Anleger mittlerweile partizipieren.

Im Schatten der Grossen

Small-Caps führen an den Aktienmärkten seit geraumer Zeit ein Schattendasein. Der Investment-Case für diese Aktienkategorie, welcher u. a. auf der langfristig abschöpfbaren Small-Cap-Prämie und den grösseren Alpha-Opportunitäten bei den »kleinen« Aktien basiert, hat bei Anlegern in den letzten zweieinhalb Jahren nicht verfangen. Diese steckten ihr Kapital lieber in die »Magnificent Seven« in den USA oder die europäischen GRANOLAS. Bei den vermeintlichen »Hidden Champions« der Aktienwelt musste man die gute Performance hingegen sprichwörtlich mit der Lupe suchen. Genaugenommen stellt die Schwäche der Kleinen gegenüber den Grossen seit November 2021 (dem zyklischen Hoch in den Small-Cap-Indizes) eine der grössten Performancediskrepanzen in der Historie dar – in den USA beträgt die Underperformance der Small-Caps in diesem Zeitraum mehr als 20 %, in Europa gar rund 30 % (Siehe Grafik unten links).

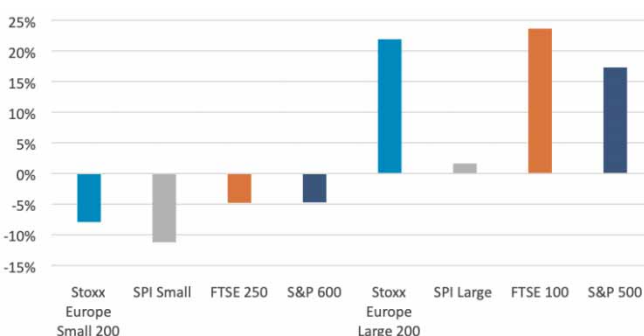
Begründet wird die schwache Vorstellung aber nur zum Teil durch das KI-Fieber und das Motto »Big is beautiful«. Sie hat daneben auch fundamentale Ursachen. So waren die zyklischen Small-Caps von der wirtschaftlichen Schwäche der letzten Quartale (insbesondere in Europa), den gestiegenen Zinsen und dem zwischenzeitlichen Überschiessen der Inflation stärker betroffen als die Large-Caps. Unter dem Strich stand daher auch ein merklich geringeres Gewinnwachstum. Inzwischen wurde diese Realität aber mehr als eingepreist, denn die Bewertungen der kleinen Titel sind seit Anfang 2022 um mehr als 30 % gefallen.

Zyklische Anlagechance

Tatsächlich müssen Small-Caps heute objektiv betrachtet als wahres (relatives) Schnäppchen betrachtet werden. Gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis sind sie in Europa gegenüber den Large-Caps so günstig wie zu den dunkelsten Zeiten der Finanzkrise 2008/2009. Aus der in »normalen« Zeiten zu beobachtenden und durch höheres Wachstum gerechtfertigten Bewertungsprämie der europäischen Small-Caps ist im letzten Jahr mittlerweile ein kleiner Discount geworden. In den USA gibt es diesen bereits seit drei Jahren. Selbst dann, wenn man die teuren Big-Tech-Aktien herausrechnet.

Allein das »Billig«-Argument ist an den Finanzmärkten jedoch nie ein guter Grund zum Kaufen. Nicht selten sind Anlagen nämlich mit gutem Grund günstig bewertet. Oft stellt sich eine erhoffte Opportunität im Nachhinein als »Value-Trap« heraus. Mit Blick auf die Small-Caps lassen sich denn auch auf die Schnelle so einige Makel erkennen, welche die tiefen Bewertungen erklären können: In der Regel sind die kleinen Unternehmen höher und zinssensitiver verschuldet und haben tiefere Gewinnmargen. Im Vergleich zu den

Anhaltende Performance-Lücke zwischen Klein und Gross
Performance von Small- und Large-Cap-Indizes seit November 2021



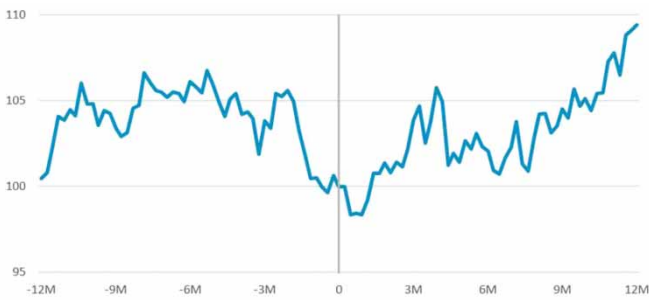
Quellen: Bloomberg, Kaiser Partner Privatbank

Big is beautiful... | ...vor allem bei US-Wachstumsaktien
Small vs. Large am US-Aktienmarkt



Quellen: Bloomberg, Kaiser Partner Privatbank

*Mit der Notenbank im Rücken | EZB-Zinssenkung = Einstiegssignal
Small vs. Large am europäischen Aktienmarkt
(nach erster EZB-Zinssenkung)*

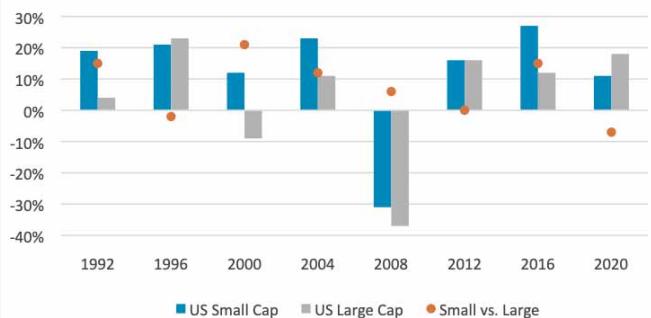


Quellen: Bloomberg, Kaiser Partner Privatbank

Large-Caps arbeitet zudem ein grösserer Teil der Unternehmen unprofitabel. Hinwegschauchen konnten Anleger in der Vergangenheit über diese Kritikpunkte stets dann, wenn sie durch entsprechend hohe Wachstumsraten wettgemacht wurden. Genau eine solche Erholung der Unternehmensgewinne könnte nun bevorstehen. Just in dem Moment, wo die Investoren ihre Gewinnerwartungen drastisch reduziert haben und sie stark unterinvestiert sind, bestehen gute Chancen, dass Small-Caps in den kommenden Quartalen zum Turnaround ansetzen (Siehe Grafik oben links).

Für eine Wende zum Besseren spricht eine Kombination mehrerer Faktoren. Viele Small-Caps sind inzwischen so günstig bewertet, dass sie zusehends das Interesse von strategischen Käufern (z. B. grösseren Unternehmen oder Private-Equity-Managern) auf sich ziehen. Der aktuell wieder anziehende Markt für M&A-Transaktionen beflügelt bei kleinen börsennotierten Unternehmen die Kursfantasie. Zusätzlich positiv zu werten ist besonders mit Blick auf Europa die anziehende Wirtschaftsdynamik, von der die typischerweise mit grösserem Fremdkapital hebel arbeitenden Small-Caps überdurchschnittlich profitieren sollten. Nicht zuletzt ist der Höhepunkt der restriktiven Geldpolitik mittlerweile überschritten. Einige grosse Notenbanken haben bereits eine erste Zinssenkung vorgenommen. Das Finanzierungsumfeld für kleinere Unternehmen dürfte sich demnächst tendenziell weiter entspannen. Gerade bei europäischen Aktien war der Auftakt zu einem neuen Zinssenkungszyklus in der Vergangenheit das Signal für einen bevorstehenden Favoritenwechsel hin zu den Small-Caps. (Disclaimer: Die Anzahl der Beobachtungen liegt in diesem Fall bei nur 3 in den letzten 25 Jahren.)

*US-Small-Caps sind in Wahljahren... | ...oft eine gute Wahl
Small vs. Large am US-Aktienmarkt (in Wahljahren)*



Quellen: Bloomberg, Kaiser Partner Privatbank

Auch mit Blick auf die USA gibt es ermunternde Zahlen: Konkret haben die Small-Caps in Wahljahren seit 1992 dort im Median rund 9 % outperformt (Siehe Grafik oben rechts). Abgesehen von dieser ebenfalls eher dünnbodigen Statistik (nur 8 Beobachtungspunkte) sind die unmittelbaren Perspektiven bei den amerikanischen Small-Caps im Vergleich mit Europa jedoch etwas weniger positiv. Die Konjunkturdynamik dürfte sich eher etwas abschwächen, während die Fed den ersten Zinsschritt weiter hinauszögert. Zudem hängt ein Führungswechsel weg von Large hin zu Small in den USA nicht zuletzt auch davon ab, wie lang die KI-Manie noch anhält. Dies lässt sich unmöglich perfekt timen. Die Psychologie der Anlegermassen ist unberechenbar. Einige Argumente, die inmitten der Euphorie zugunsten von Large-Caps im Allgemeinen und Big Tech im Speziellen angeführt werden, sind spätestens auf den zweiten Blick aber wenig belastbar:

- Large-Caps sind Profiteure der Künstlichen Intelligenz: Grosse Unternehmen verfügen zwar über mehr Ressourcen und Kapital, um vom Megatrend Künstliche Intelligenz zu profitieren. Dennoch waren es in der Vergangenheit stets die kleineren Herausforderer, die von tektonischen technologischen Veränderungen am meisten profitiert haben. Oft sind die Grossen weniger adoptions- und wandlungsfähig. Zudem betreffen Innovationen meist nur einen Teil ihres Geschäfts.
- Large Caps haben einen kompetitiven Vorteil: Tatsächlich profitieren grosse Unternehmen nicht nur von Skaleneffekten. Auch andere Megatrends machten Large-Caps in den letzten zwei Jahrzehnten zu den Gewinnern: die Globalisierung, der Aufstieg von China, das Phänomen »Big Tech« und strukturell sinkende Zinsen. Nach vorne blickend dürfte die Realität für die Grossen aber weitaus weniger zuträglich

lich sein. Deglobalisierung und Reshoring könnten sich für sie als besonders disruptiv erweisen. Auch höhere Steuern und/oder mehr Regulierung (z. B. in den Branchen Technologie, Telekom, Versorgung, Energie und Gesundheit) aufgrund zusehends populistisch agierender Regierungen dürften besonders die Large-Caps negativ tangieren.

- Das Wachstum passiver Anlagen macht Large-Caps-Outperformance zur selbsterfüllenden Prophezeiung: Im letzten Jahrzehnt haben Large-Caps vom Aufstieg des passiv verwalteten Anlagevermögens (ETFs) stark profitiert. Inzwischen ist die Kursentwicklung der grossen Titel allerdings auch stark von ebendiesem Kapital abhängig. Im nächsten Wirtschaftsabschwung könnten die weniger von den Fundamentaldaten und eher von den Anlegerlaunen getriebenen passiven Kapitalflüsse für proportional grössere Verluste und mehr Volatilität bei den Large-Caps sorgen.

Sollte die KI-Phorie enden und es zu einer Kehrtwende kommen, könnte dies durchaus abrupt geschehen. Daher bietet es sich auch bei den amerikanischen Small-Caps schon jetzt an bei Kursschwäche taktische Positionen in besonders aussichtsreichen Titeln aufzubauen. Das Risiko weiterer relativer Verluste gegenüber den Large-Caps ist auf dem aktuellen Niveau überschaubar.

Die Small-Cap-Prämie ...

Orientiert man sich an den vorherigen Zyklen, hätte eine allfällige neue Outperformance-Phase der Small-Caps gegenüber den Large-Caps mittelfristig ein Alpha-Potential von mindestens 20-30 %. Über den mittelfristigen Zeithorizont hinaus stellt sich die Situation hingegen anders da.

Denn die Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt haben sich für kleinere Unternehmen (und deren Aktionäre) in den letzten Jahren grundlegend geändert.

Über Jahrzehnte war die bei Small-Caps abschöpfbare Prämie ein empirisch nachweisbares »Naturgesetz«. Eugene Fama und Kenneth French gingen diesem 2006 auf die Spur¹⁾. Sie fanden heraus, dass die strukturelle Outperformance der kleinen Aktien gegenüber den grossen Aktien nur auf einige wenige Titel zurückzuführen ist. Diese erlebten so drastische Kurssteigerungen, dass sie von Small-Caps zu Mid-Caps und später zu Large-Caps wurden – ein Phänomen, das Fama und French als »Migration« bezeichneten. Klammert man diese Migration aus und bereinigt die Statistik um den Faktor Bewertung, dann wird aus der Small-Cap-Outperformance jedoch eine Underperformance. Begründung: Kleine Unternehmen gehen typischerweise öfters bankrott oder werden von anderen aufgekauft. Und selbst wenn sie »überleben«, haben sie grösstenteils eine tiefere Performance als die grossen Unternehmen. Den Unterschied machen also nur eine wenige, dafür aber umso erfolgreichere Unternehmen, die aus der Unterklasse des Aktienmarkts in die Champions-League aufsteigen. Anleger, die auf Small-Caps setzen, kaufen in diesem Sinne Lotteriescheine – in der Hoffnung, dass einige von ihnen den Jackpot knacken. Allerdings gibt es in den letzten 20 Jahren zusehends weniger Gewinnerlose. Die Migration zwischen den Aktiengrössenklassen hat seit der Jahrtausendwende um die Hälfte abgenommen. Immer weniger der kleinen börsennotierten Unternehmen werden gross genug für den Aufstieg und bleiben stattdessen permanent im Small-Cap Universum. Die Small-Cap-Prämie hat viel von ihrem Zauber verloren. >>

Wenige Star-Performer erklären die historische Small-Cap-Prämie
Performance-Dekomposition (Zeitraum Juni 1927 bis Juni 2006) US-Aktienmarkt

	Durchschnittliche Überrendite gegenüber Gesamtmarkt	Renditebeitrag durch...			
		Aktien mit Bewertungs- Migration oder Delisting	Aktien ohne Migration	Aktien mit Grössen- Migration	Rendite ohne Grössen- Migration
Small Growth	2,2%	-4,8%	-1,5%	8,5%	-6,3%
Large Growth	-0,9%	-1,1%	0,6%	-0,4%	-0,5%
Small minus Large Growth	3,1%	-3,7%	-2,1%	8,9%	-5,8%
Small Neutral	5,6%	-0,1%	0,6%	5,1%	0,5%
Large Neutral	1,2%	1,3%	0,3%	-0,4%	1,6%
Small minus Large Neutral	4,4%	-1,4%	0,3%	5,5%	-1,1%
Small Value	9,2%	4,0%	-0,5%	5,6%	3,6%
Large Value	4,8%	3,3%	2,3%	-0,7%	5,5%
Small minus Large Value	4,4%	0,7%	-2,8%	6,3%	-1,9%

Quellen: E.F. Fama und K.R. French (2007), Kaiser Partner Privatbank

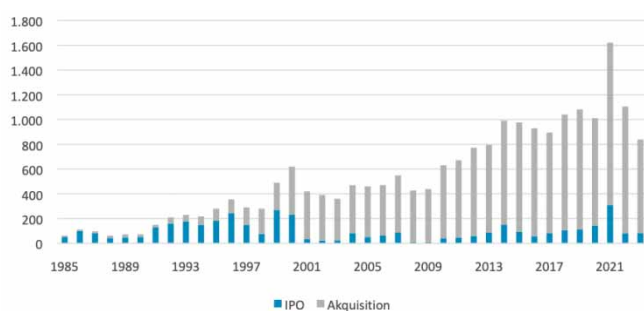
... wird ausgehebelt

Den Mangel an Star-Performern bei den Small-Caps gibt es nicht, weil es heutzutage keine Unternehmer (oder Visionäre) mehr gäbe, die erfolgreiche und angriffslustige Firmen aufbauen könnten. Ganz im Gegenteil: Die Anzahl an jungen Unternehmen wächst beständig²⁾ und das Ökosystem für Wachstumsunternehmen ist so lebhaft, dynamisch und ausgereift wie nie zuvor. Allerdings gehen immer weniger dieser kleinen, schnell wachsenden Unternehmen an die Börse. Während ein IPO vor dem Jahr 2000 noch die Regel war, erfolgt der »Exit« für Risikokapitalgesellschaften (VCs) inzwischen in 9 von 10 Fällen über den Verkauf an einen strategischen Käufer oder ein konkurrierendes Unternehmen. Big Tech hat zu dieser Entwicklung massgeblich beigetragen. Seit Mitte der 2000er Jahre sind die grössten (US-)Technologieunternehmen praktisch permanent auf Shoppingtour und haben Hunderte kleine Firmen akquiriert. Für die meisten Startups sind die Kaufofferten der Grossen nur zu verlockend. Anstatt riskantem und teuren Wettbewerb winken ein riesiger Distributionskanal, massives Kundenwachstum und grosses Ertragspotential. Einige der besten Jungunternehmen der vergangenen 20 Jahre sind nicht zuletzt deswegen in den Händen von Alphabet (Android, Youtube, Fitbit), Amazon (Twitch), Apple (Beats Music), Meta (Whatsapp, Instagram) oder Microsoft (Skype, LinkedIn) gelandet. Wären diese Übernahmen nicht erfolgt, hätten sich viele dieser Unternehmen zu erfolgreichen Small-Cap-Aktien und schliesslich zu Large-Cap-Aktien entwickelt. Die grossen Technologieunternehmen eliminierten auf diese Weise nicht nur Konkurrenten, die ihre Monopolmacht bedrohten. Zugleich schöpften sie das Wachstum ab, das in der Vergangenheit nach frühen IPOs den Small-Cap-Investoren zugutegekommen wäre (Siehe Grafik unten links).

Auch Gründer, die den grossen Checks der Tech-Riesen widerstehen können, bleiben der Börse heutzutage gern absichtlich fern. Dies nicht nur, weil eine private Firma weniger Compliance-Kosten und Kontrolle sowie schnellere Entscheidungswege bedeutet. Selbst aus Finanzierungsperspektive ist ein IPO im Gegensatz zu früher nicht mehr nötig. Denn der private Kapitalmarkt ist so breit und tief, dass Wachstumsunternehmen auch so zu massiver Grösse skaliert werden können. Das grösste amerikanische Unternehmen in Besitz von Venture-Capital-Firmen – das Raumfahrtunternehmen SpaceX – ist inzwischen mehr als 40 Mal grösser als die Bewertungs-Obergrenze des US-Small-Cap-Index Russell 2000. Im Falle eines Börsengangs stünde es aktuell in etwa auf Platz 40 der grössten börsennotierten Unternehmen in den USA – noch vor Weltkonzernen wie American Express, Pfizer und IBM (Siehe Grafik unten rechts).

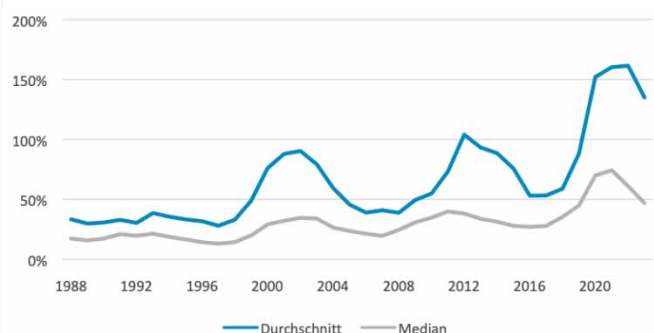
Viele erfolgreiche Unternehmen machen auch heutzutage irgendwann ein IPO. Jedoch zählen sie dann meist bereits zu den Large Caps. Tech-IPOs waren in den letzten Jahren beispielsweise rund 50 % grösser als die grössten Small-Caps im Russell 2000 Index. Noch Ende der 1990er Jahre waren sie nur ein Fünftel so gross. Generell ist die Bedeutung von Small-Caps für den IPO-Markt mit den Jahren stetig geringer geworden. Während Börsengänge mit einem Emissionserlös von weniger als 100 Millionen US-Dollar in den 1990er Jahren noch 27 % des insgesamt aufgenommenen Kapitals ausmachten, ist ihr Anteil seit 2000 (inflationbereinigt) auf 7 % geschrumpft³⁾. Für Small-Cap-Anleger haben diese Entwicklungen signifikante Folgen. Während sie mit Unternehmen wie Amazon (948 %) und Nvidia (557 %) in deren Small-Cap-Phase massive Überrenditen gegenüber dem S&P 500 Index erzielen konnten, waren solche Gewinne bei der

IPOs sind nur ein Nebenschauplatz | Die Musik spielt am Privatmarkt
Anzahl der Exits von mit Venture-Capital finanzierten Unternehmen



Quellen: National Venture Capital Association, Kaiser Partner Privatbank

Zu gross für den Small-Cap-Index | Das durchschnittliche Tech-IPO ist heute ein Large-Cap
Bewertung von Tech-IPOs im Verhältnis zur Bewertungs-Obergrenze des Russell 2000 Index



Quellen: National Venture Capital Association, Kaiser Partner Privatbank

nächsten Generation von Unternehmen wie Meta, Alphabet und Tesla nicht mehr möglich. Diese Titel gehörten bereits vom ersten Handelstag an zu den grosskapitalisierten Aktien. Von ihrem Wachstum im früheren Stadium profitierten allein die privaten Kapitalgeber.



Oliver Hackel,
Senior Investment Strategist,
Kaiser Partner Privatbank AG

<https://kaiserpartner.bank>

Resterampe oder Hidden Champions?

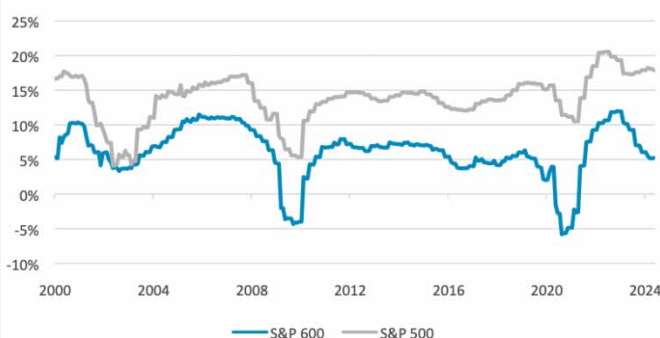
Da viele der besten Unternehmen mittlerweile das Universum der börsennotierten Small-Caps umschiffen, drohen sich in den Small-Cap-Indizes zusehends die eher schlechteren Firmen zu sammeln: Unternehmen mit schwachen Fundamentaldaten oder solche mit nicht skalierbaren Geschäftsmodellen. Genaugenommen war die durchschnittliche Qualität von Small-Caps – z. B. gemessen an der Eigenkapitalrendite – schon immer niedriger als die von Large-Caps. Jedoch ist diese Qualitäts-Lücke in den letzten zwei Dekaden zusehends grösser geworden. Dies nicht allein aufgrund der fundamentalen Stärke der Large-Caps. Gemäss einer Analyse von Verdad Capital ⁴⁾ hat auch die Profitabilität frisch börsennotierter Small-Caps abgenommen. Angesichts der Fülle attraktiverer Finanzierungsalternativen entscheiden sich für einen Börsengang als Small-Cap fast nur noch solche Unternehmen, die keine andere Möglichkeit haben. Small-Cap-Indizes leiden heute daher unter dem Problem der adversen Selektion. Und Small-Cap-Anleger laufen Gefahr am Ende den metaphorischen Mülleimer des Aktienmarkts in den Händen zu halten (Grafik unten).

Dieses Risiko besteht vorderhand für jene Anleger, die passiv mittels ETFs in Small-Caps investieren. Für aktiv gemanagte Small-Cap-Strategien gibt es hingegen auch über den zyklischen Mittelfristhorizont hinaus gute Perspektiven. Akademische Studien zeigen, dass viele Faktoren und Ineffizienzen am Aktienmarkt im Bereich der Small-Caps besonders ausgeprägt sind – nicht zuletzt, weil diese nicht im Rampenlicht stehen und von weniger Analysten beobachtet werden. Auch die grosse Streuung bei der Qualität der Unternehmen ist für erfahrene Portfoliomanager nicht unbedingt problematisch, sondern vielmehr eine Quelle für signifikantes »Alpha«.

Gerade in Nischenmärkten wie der Schweiz existieren leicht übersehbare Hidden Champions. Die Kaiser Partner Privatbank hat sich dank ihrer Nähe zu diesem Markt im letzten Jahrzehnt eine starke Expertise im Bereich der Schweizer Small- und Mid-Caps aufgebaut. Mit einer annualisierten Rendite von 11.4 % und einer Outperformance von 5.5 % gegenüber dem Referenzindex SPI Schweiz hat der Anfang 2016 lancierte »Swiss Stocks Basket« nachhaltig Mehrwert für unsere Kunden erzielt. Auch an den – nicht börsennotierten – Large-Caps der Zukunft können Kunden der Kaiser Privatbank inzwischen partizipieren. Im Rahmen unserer Private Markets Solution ermöglichen wir den Zugang zu privaten Unternehmen im Bereich Venture Capital und Growth Equity. □

- 1) Eugene F. Fama und Kenneth R. French, »Migration«, *Financial Analysis Journal*, 63-3, (48-58), 2007
- 2) Craig Doidge, G. Andrew Karolyi und Rene M. Stulz, »The U.S. Listing Gap«, *Journal of Financial Economics*, 123-3, (464-487), 2017
- 3) Marshall Lux und Jack Peard, »Hunting High and Low: The Decline of the Small IPO and What To Do About It«, *M-RCBG Associate Working Paper Series No. 86*, 2018
- 4) »The Quality of New Entrants«, *Verdad Capital*, December 2023

Ein Markt für Stock-Picker | Die Qualität von Small-Caps nimmt ab Eigenkapitalrendite



SOS-KINDERDORF STIFTUNG

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



Haben politische Börsen auch in Europa immer nur kurze Beine?

Von Rober Halver,
Leiter Kapitalmarktanalyse, Baader Bank AG

Die Europawahl hat Europa-feindlichen Parteien Zulauf gebracht. Auch die Regierung des größten EU-Landes hat Federn gelassen. Entscheidungen der EU könnten jetzt noch schwieriger zu treffen sein. Mit dieser Lethargie verlöre Europa gegenüber den USA und Asien noch mehr an wirtschaftlichem und geopolitischem Gewicht. An Europas Finanzmärkten haben die Wahlergebnisse bereits negativ gewirkt. Bleibt eine echte »Zeitenwende« weiter aus, werden politische Börsen in Europa immer längere Beine haben.



Robert Halver,
Leiter der Kapitalmarktanalyse
der Baader Bank AG

www.baaderbank.de

In Europa läuft es nicht rund

Die EU steht in einem scharfen Wettbewerb speziell mit den USA und Asien. Und Asien ist nicht nur China, sondern eine ganze Reihe aufstrebender Länder wie Indien. Dabei geht es längst nicht mehr nur um High-Tech, wo Europa schon den Anschluss verpasst hat. Unsere Konkurrenten greifen ebenso nach den Kronjuwelen Europas und vor allem Deutschlands, unserer industriellen Basis.

Und den »Verbündeten-Rabatt« gewährt uns Amerika auch nicht mehr. Früher als Deutschland als Frontstaat zum Warschauer Pakt noch große strategische Bedeutung hatte, wurden wir von Washington verwöhnt wie Einzelkinder. Wir wurden gefördert, nicht gefordert.

Heute dagegen verhält sich Amerika als Rabenmutter. Die neuen Hätschelkinder sind die Schwellenländer ex China. Darüber kann auch die Freundlichkeit von Joe Biden gegenüber europäischen Politikern nicht hinwegtäuschen. Und mit einem Präsidenten Trump wird Amerika uns Europäer noch »freundlicher« begegnen. Jeder ist sich selbst der Nächste und die USA stehen direkt neben sich. Amerika

führt eine dramatische Reindustrialisierung auch auf Kosten seiner früheren Schutzbefohlenen durch. Amerika weiß, dass man geopolitisch nur kraftvoll zubeißen kann, wenn das wirtschaftliche Zahnfleisch gesund ist.

Im Gegensatz dazu vernachlässigt Europa seine »Zahnpflege«, seine Innovationen, Perspektiven und Wohlstand. Und wer glaubt, die EZB als Zahnersatz, als billige Geldschleuder für substanzloses Wachstum zu missbrauchen, sorgt am Ende nur für Karies in Form von Inflation, die Kaufkraft frisst.

Sich als Politiker jetzt nach der Wahl nur über Europa-Feindlichkeit zu beschweren, ist die falsche Reaktion. Die zu stellende Frage ist: Wie konnte es so weit kommen?

Ebenso ist es keine Lösung, die aktuelle Politik besser zu erklären, die offensichtlich an der Lebensrealität auch vieler junger Wähler vorbeigeht. Eine schöne Verpackung ist aber sinnlos, wenn der Inhalt, die Politik, nicht stimmt.

Unternehmen entfliehen der Eurosklerosse

»Sag beim Abschied leise Servus« heißt es in einem Schlagertext von Peter Alexander. Der wird bei europäischen und deutschen Unternehmen immer hitverdächtiger, die aufgrund des Beziehungsstresses auf dem alten Kontinent mit attraktiveren außereuropäischen Standorten fremdgehen. Dazu sind sie gezwungen, um im internationalen Wettbewerb am Ball zu bleiben. Und als neuen europäischen Exportschlager nehmen sie leider Arbeitsplätze mit.

Wenn in Europa weiterhin nur Kontinuität und Weiter so gilt, statt die Zeitenwende einzuläuten, bleiben die Beine der politischen Börsen nicht kurz, sie werden immer Giraffen-ähnlicher. Bereits aktuell sind die Risikoaufschläge von italienischen, spanischen und französischen Staatsanleihen zu deutschen gestiegen. Eine Trendfortsetzung ist unerwünscht.

Wir sollten nicht in die dunklen Zeiten der Schulden- und Eurokrise zurückfallen, die früher oder später auch zu höheren Risikoprämien an den europäischen Aktienmärkten führt.

Was ist zu tun?

In den Mitgliedsländern muss der Fuß von der Wachstumsbremse, um erkennbare Perspektiven für die Menschen zu

schaffen. Soziale Marktwirtschaft, unternehmerische Freiheit und Leistungsprinzip müssen Vorrang vor staatswirtschaftlicher Einmischung mit moralischem Übereifer haben.

Auch geht es um die Lockerung der Schuldenbremse in Deutschland. Wenn unsere Konkurrenten ihre Häuser kernsanieren, können wir nicht nur die Klingel austauschen. Allerdings gibt es dafür drei Bedingungen.

Erstens darf der Staatshaushalt nicht tabu sein. Alle Positionen müssen TÜV-ähnlich auf Sinnhaftigkeit überprüft werden. Zweitens dürfen die neuen Finanzmittel nur der Gesundung der Standortbedingungen zugutekommen. Und drittens – ganz wichtig – hat die Mittelverteilung nach marktwirtschaftlichen Grundsätzen, nicht nach politischem Gutdünken zu erfolgen. Der Staat setzt wirtschafts-

freundliche Rahmenbedingungen, spielt aber nicht mit. Er hat unzählige Male bewiesen, dass er dazu nicht fähig ist. Es sollten nicht noch mehr Versuche gestartet werden.

All das hinzubekommen, ist eine Herkulesaufgabe, zumal auch der europäische Zusammenhalt und die Zugkraft aller Mitgliedsländer gestärkt werden muss, die oft genug lieber ihre eigenen nationalen Süppchen kochen. Da haben es China und Amerika leichter, die durchregieren können.

Aber haben wir eine andere Wahl? Ein Haufen unorganisierter europäischer Hühner würde von den Füchsen in China oder Amerika schnell gerissen. Und dann geht es uns erst richtig dreckig.

Mögen die Politiker den Schuss nach der Europawahl gehört haben. Viele Schüsse haben sie nicht mehr frei. □

ANZEIGE



EXA Energie

Für Firmen gemacht



» Optimieren Sie mit uns Ihre Energie-Beschaffung«
www.exa-energie.de



**EXA-ENERGIE
IHR UNABHÄNGIGER PARTNER FÜR
ENERGIEBESCHAFFUNG**

Sparen Sie Kosten und Zeit durch unser umfassendes Energie-Know-how.



**TRANSPARENZ UND SICHERHEIT IM
ENERGIEEINKAUF**

Nutzen Sie den Wettbewerb und erzielen Sie beste Konditionen am Markt.



**KOSTENEFFIZIENZ DURCH AKTIVES
ENERGIEMANAGEMENT**

Setzen Sie auf Ökologie, Kostenvorteile und staatliche Förderung.

Europa muss zwischen guten und schlechten Schulden unterscheiden

Von Rober Halver,
Leiter Kapitalmarktanalyse,
Baader Bank AG

Macht die EU-Kommission Ernst und setzt die europäischen Stabilitätskriterien durch? Tatsächlich eröffnet sie Defizitverfahren gegen sieben Länder, darunter Frankreich. Aber wie ernst kann ihr Ernst wirklich sein? Unabhängig davon muss Europa endlich die Schuldenfrage neu diskutieren.

Es waren einmal die europäischen Stabilitätskriterien

Um der Gemeinschaftswährung beizutreten und um nach Clubeintritt keine Sanktionen zu riskieren, darf das jährliche Haushaltsdefizit maximal drei Prozent und der Schuldenstand maximal 60 Prozent jeweils bezogen auf die Wirtschaftsleistung (BIP) betragen. Die Eintrittshürde war zu Beginn der Währungsunion durch kreative Buchführung relativ einfach zu schaffen. Und wer einmal drin war, konnte nicht mehr raus. Damit hat Europa auf die wirksamste Sanktion von vornherein verzichtet.

Deutlich schwieriger ist es, auch die laufenden Staatshaushalte stabilitätsgerecht aufzustellen. Frankreich hatte aber vorgebeugt und darauf gepocht, dass auch jene Länder beitreten, die Stabilität nicht unbedingt erfunden haben. So konnten die stabilitätsaffinen Euro-Nordländer gegenüber Euro-Süd nicht die Oberhand gewinnen.

Tatsächlich wurden die Kriterien flexibilisiert. Zugegeben, anfänglich waren sie zu starr, da Pandemien oder ein Krieg in Europa mit Konjunktur- und Energiekrisen niemand auf dem Radarschirm hatte. Doch trug auch dieser Pragmatismus zur »Haushaltsentdisziplinierung« bei. Außerordentliche Gründe finden sich immer.

1000 mal verwart, 1000 mal ist nichts passiert

Und dennoch gab es bislang knapp 40 Defizitverfahren gegen Euro-Länder. Brüssel kann ja nicht einfach die Hände in den Schoß legen. Immerhin gehören die Stabilitätskriterien zu den 10 Geboten Europas. Sie blieben aber immer ziemlich folgenlos. Auch Deutschland als früherer Gralshüter der Stabilitätstugend hat für seine Haushaltssünden Anfang des Jahrtausends keine Buße tun müssen.

Jetzt wurden wieder Verfahren gegen sieben Mitgliedsländer eingeleitet. Eigentlich müssten es sogar 12 sein. Aber bei fünf hat man fünf gerade sein lassen. Ein Schelm, wer Böses dabei denkt.

Enfant terrible ist mal wieder Frankreich. La Grande Nation ist groß vor allem beim Schuldenstand von 112 Prozent gemessen zum BIP und einem Budgetdefizit von 5,5 Prozent.

Ist Besserung in Sicht? Knallharte Wirtschaftsreformen und Sparmaßnahmen wären mehr als überfällig, sind aber in einem Land, dessen Bürger das Revoluzzer-Gen schon mit der Muttermilch aufnehmen, nur schwer umzusetzen. Vor der vorgezogenen Parlamentswahl propagieren populistische Parteien jetzt die Stabilitätstugend, nachdem sie im Europawahlkampf noch weitere Sozialleistungen versprochen hatten, die Frankreich jährlich 100 Mrd. Euro kosten würden. Da macht jemand auf seriös. Dabei hätte schon die Reform des Rentensystems fast die zweite französische Revolution ausgelöst.

Die Defizitverfahren gegen Frankreich und andere Länder sollen Warnschüsse an Politiker sein, endlich dem Schulden-Schlendrian abzuschwören. Doch kann man französische Politiker nicht zum Sparen zwingen. Sie fürchten die Rache der Wähler bei der Präsidentenwahl 2027. Zudem ist das Land systemrelevant für die Handlungsfähigkeit von Eurozone und EU. Wird sich also die EU mit Frankreich anlegen? Verwenden Pariser Feinschmeckerköche Margarine statt Butter? Ohnehin ist ein Defizitverfahren ein Abnutzungsprozess. Ähnlich wie bei der stillen Post werden harte Sanktionen immer mehr zu harmlosen Mahnungen.

Am Ende wird Frankreich weiter für seinen Sozialstaat strafrei Schulden machen. Ähnlich ist Brüssel mit Bella Italia umgegangen, auch systemrelevant. Als Gründe wird immer gerne auf die besonderen strukturellen Probleme Italiens verwiesen. Könnten diese diverse italienische Regierungen verursacht haben?

Leider sendet der mit Schleifung der Stabilitätskriterien erkaufte europäische Frieden fatale Signale aus. Wenn die anderen Stabilitätskriterien schleifen, dürfen wir das doch auch. So wird der Druck, sich mit auch schmerzhaften Maßnahmen für die wirtschaftliche Zukunft fit zu machen, immer kleiner. >>

Wer hätte es gedacht?**Griechenland ist der Reformmotor Europas**

Griechenland hat man damals nicht geschont, im Gegenteil. Dem Land fehlte das politische und wirtschaftliche Gewicht, um Brüssel drohen zu können. Gemäß dem »Vogel friss oder stirb«-Prinzip gehen die Griechen also den harten Reform-Weg. U. a. wollen sie wieder die Sechstageswoche einführen und hauchen dem Leistungsprinzip wieder Leben ein. »She works hard for the money« von Donna Summer scheint das neue Motto der Athener Wirtschaftspolitik zu.

Bei uns dagegen wird immer weniger Arbeit bei vollem Lohnausgleich gefordert. Das fehlende Geld soll auch mit neuen Schulden finanziert werden. Und wer soll es bezahlen? Wenn die EZB zum willenlosen Staatsfinanzierer wird, schlägt die Inflation und damit die Verarmung erbarmungslos zu.

Gute Schulden, schlechte Schulden

Grundsätzlich muss die europäische Schuldenpraxis überdacht werden. Denn ohne Schulden geht es nicht. Wie sonst wollen wir bitte bei der globalen Neujustierung von Macht und Wohlstand eine Rolle spielen? Auch Amerika, China und Indien verbessern ihre Standortbedingungen und Innovationskraft auf Pump.

An dieser Stelle ist es aber wichtig, die Unterscheidung zwischen gut und schlecht zu treffen. Verschuldung, mit der wie bisher nur Verständnis- und Gefälligkeitsökonomie betrieben wird, muss hart geahndet werden. Gute Schulden sollten gewährt werden, wenn ein Land wie Griechenland sich konsequent bemüht, seine Wettbewerbsfähigkeit zum Wohle von Wachstum, Arbeitsplätzen und Perspektiven zu stärken. Nachhilfe für Schüler ist auch nicht umsonst, bringt aber längerfristigen Erfolg. Schlecht sind auch Schulden, die als Subventionen nur der ideologischen, ja planwirtschaftlichen Wirtschaftslenkung und politischen Beglückung zugutekommen. Diese unproduktiven Schulden sind übrigens unsozial, da sie von denjenigen als Steuern getilgt werden müssen, die sie nicht verursacht haben. In diesem Zusammenhang müssen auch bestehende Staatsausgaben vom Gärtner behandelt werden. Diverse Wucherungen sind zu beseitigen.

Ob europäische Politiker dazu bereit sind? Aber haben sie eine andere Wahl, wenn sie an die Zukunft Europas denken? □



**»Erfolgreich investieren
mit den besten Börsenstrategien«**

*Clever kombiniert, einfach umgesetzt, für Anfänger
und Fortgeschrittene*

Viele Börseneinsteiger stellen sich zu Beginn ihrer Aktienkarriere die Frage, wie genau sie ihrer Geldanlage zum Erfolg verhelfen können. Denn jeder Anleger ist anders und hat eine eigene Risikobereitschaft oder einen persönlichen Anlagehorizont. Es gilt also, auf Basis der individuellen Vorlieben die passende Strategie auszuwählen und anzuwenden. Leider sehen viele Depots eher aus wie ein wildes Sammelsurium – von Strategie keine Spur. Jessica Schwarzer zeigt als eine der renommiertesten Finanzjournalistinnen Deutschlands, wie sich auf Basis der bewährtesten Anlagestrategien der Welt die passende Struktur für das persönliche Depot finden lässt. Sie erklärt, wie man aus der Vielzahl an möglichen Optionen die passenden auswählt und kombiniert und damit die Geldanlage gewinnbringend und nachhaltig gestaltet. Schwarzer erklärt aber nicht nur die Theorie, sondern erläutert auch anhand von vielen praktischen Beispielen, wie jeder seine gewählte Strategie leicht mit Aktien oder Fonds und ETFs für das Depot umsetzen kann.

Jessica Schwarzer ist eine der renommiertesten Finanzjournalistinnen Deutschlands. Die langjährige Chefkorrespondentin und Börsenexpertin des »Handelsblatts« (bis 2018) arbeitet heute selbstständig als Journalistin und Moderatorin.

Softcover, 256 Seiten, Erschienen: März 2024

ISBN: 978-3-95972-772-3

www.m-vg.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 hinaus-schießen. 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

Handelsblatt
Substanz entscheidet.

Impressum: Anschrift: Elite Report Redaktion, Niggerstraße 4/II, 81675 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.