

Investorenbrief 04 | 2026

Unternehmerisch denken, unternehmerisch investieren

ANALYSE

Adobe – vom
Abo-Modell zur
KI-Maschine

UNTERNEHMEN

Deutsche Börse
strukturell
auf Kurs

ANLEIHEN

Ähnliches Rating,
unterschiedliche
Schuldnerqualität



Sehr geehrte Leserinnen und Leser, liebe Investoren,

der Irankrieg und die Schließung der Straße von Hormus dauern an. Die direkten Folgen sind ein rekordhoher Ölpreis und extreme Volatilität an der Börse. In solchen von Unsicherheit geprägten Marktphasen wollen – oder müssen – viele Investoren Risiken abbauen und Liquidität priorisieren. Die Folge: Selbst robuste Weltklasseunternehmen geraten unter Druck, weil beim liquiditätsgetriebenen „Abverkauf“ nicht vor echter unternehmerischer Substanz Halt gemacht wird.

Doch genau an diesem Punkt hilft es, in Ableitungen zu denken. Die erste Ableitung auf die massiven Kursausschläge ist der Abverkauf an der Börse, der Wunsch nach Sicherheit angesichts steigender Ölpreise, fragiler Lieferketten und Wachstumssorgen. Doch die zweite Ableitung genau dieser Herausforderungen ist für uns entscheidender als die kurzfristige „Risk-off“-Denke der Märkte.

Denn die zweite Ableitung betrifft die langfristigen strukturellen Auswirkungen auf Lieferketten, Rohstoff- und Energiekosten sowie die globale wirtschaftliche Stabilität. Im unternehmerischen Umgang mit den zu erwartenden länger anhaltenden Störungen in Folge beeinträchtigter Öl- und Rohstoffversorgung trennt sich die Spreu vom Weizen. Aber: Diese zweite Ableitung tritt erst zeitverzögert ein. Genau dann stellen robuste Gewinnmaschinen mit stabilen Cash Flows und makellosen Bilanzen ihre Widerstandsfähigkeit unter Beweis: durch Wettbewerbsüberlegenheit, Marktstellung, Produktmix und Preissetzungsmacht.

Sie erweisen sich als echte Felsen in der Brandung, weil sie beispielsweise höhere Rohstoffpreise weitergeben können oder über einen klugen Produktmix Nachfrageveränderungen bedienen können. Kapital- und energieintensive Unternehmen sowie Firmen ohne Preissetzungsmacht oder mit schwachen Margen geraten hingegen unter Druck, wenn diese Zweitrundeneffekte zuschlagen. In der Phase, in der Börsenkurse und unternehmerische Substanz auseinanderdriften, bleiben wir unserer Investmentphilosophie treu.

In dieser Ausgabe des Investorenbriefs beleuchten wir unsere Investmentstrategie anhand ausgewählter Beispiele von Portfoliounternehmen: Adobe zeigt, dass technologische Transformation und hohe Profitabilität vereinbar sind. Künstliche Intelligenz wirkt bei allem Anpassungsdruck dort als Verstärker bestehender Wettbewerbsvorteile.

Die Deutsche Börse steht für qualitätsgesicherte Daten und regulierte Marktinfrastruktur. Diese kann durch KI optimiert werden. Rechts- und Prozesssicherheit bietet KI jedoch nicht.

Und der Blick auf den Anleihemarkt der Hyperscaler macht deutlich, dass gleiche Schulnerklassen nicht automatisch gleiche ökonomische Qualität bedeuten: Während Alphabet trotz hoher KI-Investitionen im Kern ein kapitalleichtes, hochprofitables Plattformgeschäft betreibt, ist das Geschäft von Amazon strukturell deutlich kapitalintensiver.

Keine Frage: Die aktuelle Marktphase ist anspruchsvoll – emotional wie kursseitig. Sie ist für uns jedoch kein Anlass, an robusten Geschäftsmodellen und soliden Bilanzen zu zweifeln. Wir bleiben standhaft und diszipliniert.

Die Zeit wird kommen, in der reines Momentum-Denken an Wirkung verliert, in der nicht einfach nur das gekauft wird, was gerade gestiegen ist, sondern die Börse vielmehr wieder nach echter unternehmerischer Substanz und dauerhafter Profitabilität sucht. Dann rücken jene „langweiligen“, gerne übersehenen Firmen in den Fokus, deren Geschäftsmodelle sich auch in der „zweiten Ableitung“ bewähren und die deshalb selbst in unruhigen Zeiten profitabel wachsen. Ökonomische Vernunft und Geduld sind und bleiben unsere wichtigsten Wegbegleiter.

Wir danken für Ihr Vertrauen und wünschen Ihnen eine aufschlussreiche Lektüre



Dominikus Wagner

Dominikus Wagner
Portfoliomanager



Dirk Schmitt

Dr. Dirk Schmitt
Portfoliomanager



Infotipp Webinar:

Welche Folgen hat die Iran-Krise auf Firmen weltweit? Welche Gefahren birgt die aktuelle Marktsituation, aber auch welche Chancen? Warum robuste Gewinnmaschinen derzeit unterschätzt werden und warum ökonomische Vernunft und Disziplin den Unterschied machen werden. Diesen Fragen und Aspekten gehen Dirk Schmitt und Dominikus Wagner im Blickwinkel-Webinar auf den Grund.

[Jetzt ansehen – es lohnt sich!](#)

Adobe – vom Abo-Modell zur KI-Maschine



Kann Adobe sein Geschäftsmodell angesichts des Wandels durch Künstliche Intelligenz erfolgreich transformieren? Wir prüfen den Burggraben von Adobe und werfen einen Blick auf die Geschäftszahlen zum ersten Quartal 2026.

- **Transformationsphase** mit Fokus auf AI-First und starkem Nutzerwachstum.
- **Beschleunigtes Umsatzwachstum** plus 11 % auf 6,4 Mrd. US-Dollar im 1. Quartal 2026.
- **Rekord beim Free Cash Flow** mit 2,8 Mrd. US-Dollar im 1. Quartal 2026.

Zwischen Skepsis und Realität: Der KI-Stresstest für Adobe

Wir bezeichnen unsere Technologiefirmen Alphabet, Apple, Microsoft und Adobe gerne als „Consumer Staples des digitalen Zeitalters“, weil sie mit ihren Services den digitalen Alltagsbedarf von Milliarden Menschen und Millionen Unternehmen decken. Gleichwohl ist die Skepsis gegenüber Softwarefirmen derzeit groß. Viele Investoren stellen sich die bange Frage, ob Unternehmen wie Microsoft, insbesondere aber Adobe, ihre Geschäftsmodelle an den technologischen Wandel durch Künstliche Intelligenz (KI) werden anpassen können. Frisst KI die Software oder gelingt es, KI vor allem in bestehende, geschäftskritische Workflows einzubetten und dort zu monetarisieren? Wie steht es tatsächlich um die Monetarisierung der KI-Investitionen, das Geschäft mit Software-Abos und den Wettbewerb? Ein Blick auf die Adobe-Zahlen zum ersten Quartal gibt Aufschluss.

Operative Stärke trifft frühe KI-Monetarisierung

Adobes Quartalsgeschäft entwickelte sich zuletzt sogar noch etwas dynamischer als in den vergangenen vier bis fünf starken Quartalen und zudem hochprofitabel, was sich am höchsten Quartals-Free Cash Flow der Unternehmenshistorie ablesen lässt. Außerdem sehr erfreulich ist, dass die Nutzung der KI-Plattformen schnell wächst und sich die Monetarisierung erneut beschleunigt.

Das Narrativ „KI frisst Software“ greift bei Adobe zu kurz

Die grundsätzliche Skepsis ist nicht unbegründet. Generative KI senkt Eintrittsbarrieren, beschleunigt Content-Produktion und kann einzelne Funktionen klassischer Software ersetzen. Die Frage auf Adobe bezogen ist unseres Erachtens aber nicht, ob KI Adobe gar nichts anhaben kann (beim traditionellen

Bereich der Stockfotos ist das der Fall), sondern vielmehr, ob Adobe eine gute Ausgangssituation besitzt, die sich durch KI verändernden Bedingungen in neue, margenstarke Umsatzquellen zu übersetzen.

Markt ignoriert Fortschritte

Eindrucksvoll ist, wie Adobe das eigentliche Narrativ „KI frisst Software“ Quartal für Quartal widerlegt. Aktuell investiert das Unternehmen weit über 4 Mrd. US-Dollar pro Jahr in Forschung und Entwicklung, das meiste davon fließt in die Integration von KI. Der geschäftsmodellbedingt strukturell hohen Profitabilität tut das keinen Abbruch. Eine Skepsis bleibt, ob es Adobe mit seiner KI-Plattform Firefly tatsächlich gelingt, dauerhaft jährlich wiederkehrende Umsätze zu erzielen, ohne dabei das über viele Jahre besonders einträgliche Modell der Software-Abonnements zu kannibalisieren. Seit mehreren Quartalen liefert Adobe unseres Erachtens den Nachweis für das Gelingen dieser Transformation.

Börsen-Narrative sind oft nur sehr geschicktes Marketing

Doch nahezu jeder neuartige KI-Dienst von Wettbewerbern nährt aufs Neue die Zweifel vieler Marktteilnehmer und bestärkt das eigene negative, unseres Erachtens jedoch plakatative Narrativ. So zuletzt geschehen, als Anthropic Claude Mythos Preview vorstellte. Die KI soll binnen kürzester Zeit tausende Sicherheitslücken in bestehenden Software-Anwendungen gefunden haben. Anthropic stellte diese KI medienwirksam als „gefährlichste KI der Welt“ vor, die man erst veröffentlichen werde, wenn Softwareunternehmen mit Mythos' Hilfe die Sicherheitslücken geschlossen haben.

Für einige Analysten ist dies ein erneuter Beleg für die Ablösung von Software durch KI-Lösungen. Für uns ist es vor allem ein Beleg für geschicktes Marketing. Wir erinnern uns: Schon zur Einführung von ChatGPT 2022 war in den Medien die Rede vom gefährlichsten Programm der Welt... Drei Jahre später hat Google mit seinem Gemini-Modell die Nase vorn, wie wir im Investorenbrief vom 26.02.2026 beschrieben haben.

Bewertungen erreichen teilweise schon „Crash“-Niveau

Und so drücken auch heute wieder verunsicherte Marktteilnehmer aus Sorge vor dem Untergang den Verkaufsknopf, nicht nur bei Adobe, sondern auch bei anderen Softwarefirmen. Das Ergebnis: Viele dieser Unternehmen weisen mittlerweile durchweg historisch niedrige, teilweise auf Crash-Niveau liegende Bewertungen auf.

Der Markt wandelt sich, Adobe wandelt sich

Es stimmt: Adobe befindet sich wie viele andere Softwarefirmen auch in einer Übergangsphase. Die schnell steigende KI-Adoption ist zwar erfreulicherweise längst nicht mehr zu übersehen. Aber es ist andererseits noch zu früh, um festzustellen, ob die zunehmende Nutzung zu ähnlich verlässlichem, langfristig wachsendem wiederkehrendem Umsatz (ARR = Annual Recurring Revenue) führt, wie er in den vergangenen zehn bis zwölf Jahren in der Abo-basierten SaaS-Welt in der Cloud (Software as a Service) erzielt wurde.

Integration statt Disruption

Adobe kündigt am 20. April auf einen Schlag eine Vielzahl neuer Partnerschaften an: mit Amazon Web Services (AWS), Anthropic, Google Cloud, IBM, Microsoft, NVIDIA, OpenAI und weiteren Firmen. Diese Partnerintegrationen sind Teil von Adobe CX Enterprise, einem neuen durchgängigen Agentic AI-System. Diese KI-Agenten können selbstständig Aufgabenketten bearbeiten und vereinfachen so den Weg, wie Unternehmen ihren gesamten Kundenlebenszyklus steuern.

Adobe folgt damit einer klaren strategischen Logik: die Firma positioniert sich nicht mehr primär als Anbieter einzelner KI-Anwendungen, sondern als Anbieter von ganzheitlicher KI-Infrastruktur innerhalb bestehender Unternehmensökosysteme.

Der entscheidende Punkt ist die Einbettung der KI-Funktionen in operative Prozesse. Durch die Integration in Plattformen wie Cloud-Infrastrukturen, CRM-Systeme oder Zahlungsabwicklungen schafft Adobe einen durchgängigen Wertschöpfungsfluss – von der Datenanalyse über die Kundeninteraktion bis hin zur Transaktion.

Genau hier liegt die Relevanz aus unternehmerischer Sicht: Die Fähigkeit, KI produktiv in bestehende Systeme zu integrieren und daraus messbare Erträge zu generieren, entscheidet über den langfristigen Erfolg.

Adobes Ansatz zeigt beispielhaft, was wir unter dauerhafter Monetarisierung technologischer Innovation wie etwa KI verstehen:

- Nutzung bestehender Kundenbeziehungen und Ökosysteme
- Verankerung in geschäftskritischen, möglicherweise aufsichtsrelevanten Workflows
- Kombination aus proprietären Daten, Software und Schnittstellenkompetenz

Damit verschiebt sich der Wettbewerb von der Frage „Wer hat die beste KI?“ hin zu „Wer kann KI am effektivsten in Wertschöpfung übersetzen?“ Für langfristig orientierte Investoren ist genau diese zweite Frage die entscheidende.

Geld verdienen mit Tokens statt Abos

Abos dürften nach und nach von nutzungsbasierter Bezahlung abgelöst werden. Für jede Rechenleistung, die KI zur Lösung einer Aufgabe benötigt, wird eine Zahlung fällig. Umsatz ist dann also die Anzahl der „Token pro Watt“ (so die CEOs von Microsoft und Nvidia, Nadella und Huang), also die pro Rechen-

leistung ermittelte kostenpflichtige Information.

KI als Feature, nicht als Ersatz des Burggrabens

Übersehen werden unseres Erachtens gerne zwei wichtige Aspekte, die wesentliche Elemente im Burggraben um die Geschäftsmodelle der Daily Used Tech-Firmen sind. Einerseits sind die Softwareplattformen von Adobe, Microsoft, aber auch von „Nicht-Portfolio-Firmen“ wie Salesforce, SAP, ServiceNow und anderen tief in die Arbeitsabläufe ihrer Unternehmenskunden integriert. Zudem haben die Softwarefirmen bereits heute KI in ihre Plattformen integriert. Das heißt: *KI verbessert die Software, ersetzt sie aber nicht*. Adobe macht das mit seinem KI-Modell „Firefly“ konsequent. Firefly ist mittlerweile in nahezu allen Plattformen des Konzerns integriert.

Proprietäre Daten als Schlüsselressource im KI-Zeitalter

Zum anderen kann KI allein deshalb Software-Ökosysteme nicht einfach disruptieren, da KI-Tools nur so nützlich sind, wie die Daten, auf die sie zugreifen können. Diese Daten werden auf den Plattformen der Unternehmen geschützt verwaltet und sind nicht frei zugänglich. Das ist ein großer Unterschied zu den bekannten Large Language Models (LLMs), deren KI-Anwendungen mit im Internet frei verfügbaren Daten trainiert werden.

Firmeneigene Bilddatenbank als Asset im Wettbewerb

Wo Adobe die KI-Disruption tatsächlich zu spüren bekommt, ist der traditionelle Bereich Stockfotos. Hier entwickelt sich das

Geschäft immer mehr hin zu KI-generierten Bildern (z. B. mit Firefly u. a.), sodass weniger klassische Stock-Bilder gekauft werden. Vor diesem Hintergrund entwickelte sich dieses vergleichsweise kleine Geschäft schwächer als von Adobe erwartet. Aber, und das wird häufig übersehen, hat sich Adobe im Bereich der Bilddatenbanken auch ein wichtiges KI-basiertes Asset erarbeitet. Das KI-Modell „Firefly“ wurde ausschließlich mit lizenzierten Bildern der firmeneigenen Bilddatenbank Adobe Stock sowie Public-Domain-Assets trainiert.

Rechtssicherheit bleibt ein wichtiges Kaufargument

Das macht die mit KI generierten Bilder von Adobe für Firmenkunden rechtssicherer: Urheberrechtsklagen würden ins Leere laufen. Gerade für die Rechtsabteilungen von Firmenkunden ist das ein entscheidendes Kaufargument für die Adobe-Plattform. Bei SAP ist es im Übrigen genauso: Mit der SAP-Software verwalten Firmen ihre Buchhaltung und erstellen Jahresabschlüsse. Kein Wirtschaftsprüfer und keine Finanzbehörde würden jedoch eine mit KI erstellte Bilanz akzeptieren.

KI treibt schon heute Wachstum und Monetarisierung

Von Quartal zu Quartal wird deutlicher, dass Adobe den Übergangprozess vom reinen Software-Abo-Modell hin zum KI-basierten Anwendungsgeschäft gut managt:

- Das ohnehin schon hohe Tempo beim organischen Umsatzwachs-

Transformation des Geschäftsmodells

Die KI-Transformation verschiebt Wertschöpfung, Preismechanik und Nutzerverhalten. Entscheidend ist jedoch weniger die Disruption als die Fähigkeit zur Anpassung.

Wie Adobe sein Geschäftsmodell transformiert

Künstliche Intelligenz fordert viele Softwarefirmen – auch unser Portfoliounternehmen Adobe. Wenn KI-Agenten Aufgaben übernehmen, die bislang von Designern mithilfe von Software-Tools erledigt wurden, wirkt sich das auf die Nutzerzahlen aus. Wenn sich KI immer mehr zu einem Commodity entwickelt oder Wettbewerber vergleichbare Dienste zu niedrigeren Preisen anbieten, bleibt das nicht ohne Folgen für die Margen von Adobe.

Adobes strategische Antwort: Integration statt Verdrängung

Anders als oft dargestellt, ist Adobe diesen Umwälzungen aber nicht wehrlos ausgeliefert. Die Firma reagiert, indem sie Künstliche Intelligenz konsequent in eigene Produkte und Dienste integriert. So transformiert Adobe sein Geschäftsmodell. Darüber hinaus ist die Sorge, dass Business-Kunden, die bislang die Software-Tools von Adobe eingesetzt haben, plötzlich in Scharen auf „Do-it-yourself“-Lösungen mittels KI-Agenten umsteigen, vermutlich übertrieben. Gerade bei professionellen Anwendungen spielen Rechtssicherheit, proprietäre Daten und qualitätsgesi-

cherte Prozessketten eine entscheidende Rolle. Es wird KI-Agenten nicht ohne Weiteres gelingen, diese Ökosysteme zu übernehmen und Software-Dienstleister vollständig zu ersetzen.

Freemium-Strategie: Wachstum vor kurzfristiger Monetarisierung

Angesichts der traumhaften Margen kann es sich Adobe zudem leisten, das Wachstum der Nutzerbasis gegenüber einer möglichst schnellen Monetarisierung dieser Nutzer einstweilen zu priorisieren. Diese „Freemium-Strategie“ beschert Adobe eine schnell wachsende Nutzerbasis. Im Vergleich zum Vorjahr ist diese um 17 % auf aktuell 850 Millionen aktive monatliche Nutzer angestiegen. Das bremst temporär das Wachstum des jährlich wiederkehrenden Umsatzes (ARR = Annual Recurring Revenue), bringt aber Marktanteile. Langfristig vergrößert sich durch die steigende Nutzerzahl auch das Monetarisierungspotenzial. Voraussetzung ist allerdings, dass die Nutzer von kostenlosen Abos mit beschränktem Funktionsumfang tatsächlich auch zahlende Kunden für erweiterte Funktionen werden. Angesichts der phänomenalen Profitabilität kann sich Adobe diese Phase der verzögerten Monetarisierung leisten.

tum hat sich mit 11 % auf 6,4 Mrd. US-Dollar im ersten Quartal 2026 um einen Prozentpunkt gegenüber dem vierten Quartal 2025 erhöht – und zwar nicht trotz KI, sondern wegen KI. Die wichtigsten Wachstumstreiber sind vor allem die Plattformen, die Adobes KI „Firefly“ integriert haben, also KI-basiertes Anwendungsgeschäft. Die Monetarisierung von KI gelingt somit immer besser und wird sichtbarer. Firefly führt zu mehr Cloud-Abos.

- **Im Quartals-Call nannte das Management** als Beispiele für KI-getriebenen Umsatz Acrobat und Adobe Express sowie Plattformen wie GenStudio und die Adobe Experience Platform (AEP). Besonders stark war die Dynamik in AEP & Apps sowie GenStudio, deren jährlich wiederkehrender Umsatz zum Jahresende (Ending ARR) jeweils um mehr als 30 % zulegte. Außerdem hat sich der jährlich wiederkehrende Umsatz (Annual Recurring Revenue, ARR) mit AI-first-Anwendungen binnen Jahresfrist auf 250 Mio. US-Dollar mehr als verdreifacht; innerhalb dieser Kategorie überschritt Firefly (App, Credit-Pakete und Enterprise) erstmals die Schwelle von 250 Mio. US-Dollar beim Ending ARR. Die Zahl der monatlich aktiven Nutzer wuchs bei Acrobat und Express um rund 20 %, während der jährlich wiederkehrende Umsatz bei Acrobat AI Assistant ungefähr auf das Dreifache stieg.

- **Der Leiter des Bereichs** Creativity & Productivity Business, David Wadhvani erwähnte im Call zu den Zahlen des ersten Quartals 2026 zudem, dass bei Firefly innerhalb eines Quartals 45 % mehr generative Tokens („generative credit consumption“) abgerechnet wurden. Der Firefly Abo-ARR und der Firefly Token-ARR (also der annualisierte wiederkehrende Umsatz) hätten gegenüber dem vierten Quartal 2025 um 75 % zugelegt. Man kann es nicht oft genug betonen: Hierbei handelt es sich um Wachstum innerhalb eines Quartals, nicht auf Jahressicht!

- **Die konsequente Integration von Firefly** in die Software-Produkte und das folgend hohe Tempo beim Umsatzwachstum mit KI-Anwendungen hat auch zu einem beschleunigten Wachstum beim Abo-Umsatz geführt, der um 13 % zugelegt hat. Vor allem der kleinere der beiden Geschäftsbereiche hat hiervon

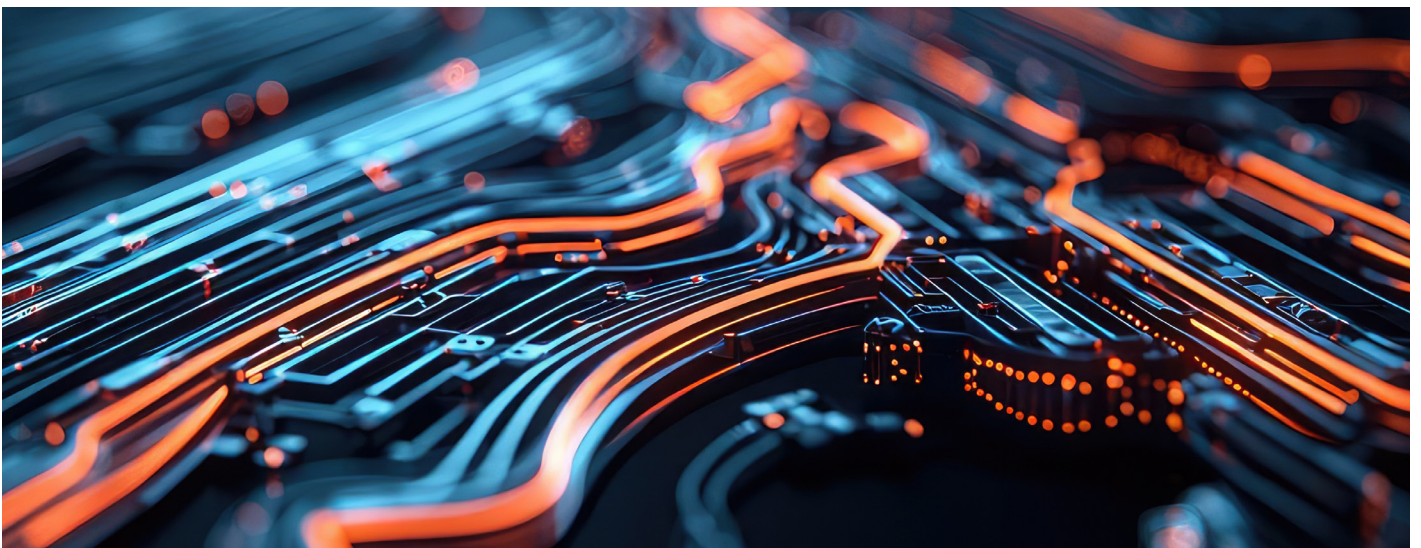
profitiert. Der Abo-Umsatz von „Business Professionals & Consumers“ ist um 15 % auf 1,78 Mrd. US-Dollar organisch gewachsen. „Creative & Marketing Professionals“, der größere der beiden Konzerngeschäftsbereiche, hat den Abo-Umsatz um 11 % organisches Wachstum auf 4,39 Mrd. US-Dollar erhöht. Deshalb ist das Auftragsbuch – die sog. Remaining Performance Obligations, kurz RPO – um 12 % auf 22,22 Mrd. US-Dollar (davon 67 % innerhalb der nächsten 12 Monate) und der Total ARR (Summe der wiederkehrenden Umsätze) um 10,9 % auf 26,06 Mrd. US-Dollar gewachsen.

Freemium-Strategie: Wachstumstreiber oder Risiko?

Im ersten Quartal überschritt die Zahl der monatlich aktiven Nutzer (MAU, Monthly Active User) auf den Adobe-Plattformen Acrobat, Creative Cloud, Express und Firefly erstmals die Schwelle von 850 Millionen Nutzern, ein Anstieg von 17% gegenüber dem Vorjahresquartal. Bei Adobe Express wuchs dabei die Zahl der „Freemium“-User sogar um 20 %. In Summe berichtet Adobe über 80 Millionen Creative-Freemium-Nutzer (+50 % gegenüber dem Vorjahresquartal). Deshalb äußern Analysten Bedenken, dass mehr Adobe-Nutzer KI-Produkte dauerhaft kostenfrei beziehen könnten. Adobe Express ist eine vielseitige, meist kostenlose All-in-One-Design-App, mit der Nutzer schnell Grafiken, Flyer, Kurzvideos und Social-Media-Posts erstellen können. Als browserbasierte Webanwendung und mobile App bietet sie dank KI-Unterstützung von Firefly einfache Basis-Funktionen, um Inhalte ohne Vorkenntnisse zu erstellen, zu bearbeiten und zu planen.

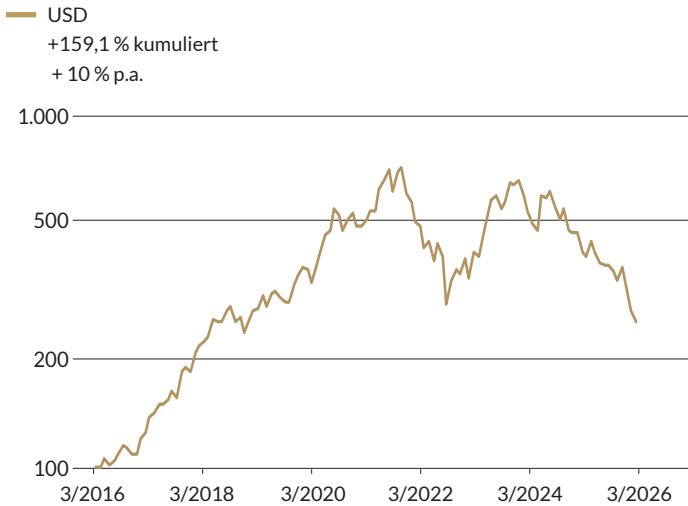
Kostenfreie Basisprodukte schaffen zahlungsbereite Nutzer

Was dabei unseres Erachtens übersehen wird: Adobe hat schon immer Basisprodukte mit beschränktem Leistungsumfang kostenfrei angeboten. Auf den Geschmack gekommen, wollen die Nutzer dann aber mehr Features nutzen. Für das Freischalten weiterer Funktionen müssen sie ein Abo abschließen. Dass jetzt sehr viele Nutzer die KI-Basisprodukte nutzen bzw. ausprobieren, ist unseres Erachtens sehr erfreulich. Die wachsenden Abo-Zahlen und der schnell wachsende „AI-First“-ARR zeigen, dass die „Freemium“-Strategie aufgeht, nach wie vor hohe



Adobes Wertentwicklung von 2016 bis heute

Wertentwicklung, 01.04.2016 bis 31.03.2026



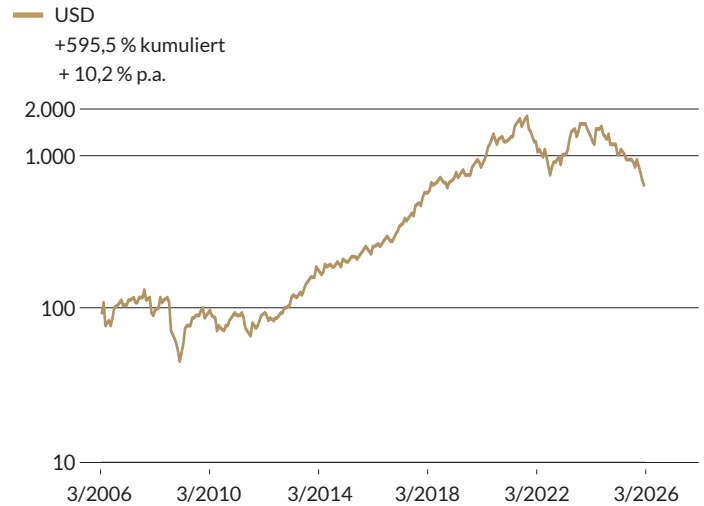
Performance (logarithmiert und normiert), Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen.

Quelle: Morningstar

Stand: 17.04.2026

Adobes Wertentwicklung von 2006 bis heute

Wertentwicklung, 01.04.2006 bis 01.03.2026



Performance (logarithmiert und normiert), Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen.

Quelle: Morningstar

Stand: 17.04.2026

Upgrade-Zahlen generiert und zu mehr Monetarisierung führt.

Strategiewechsel zur AI-First-Company

CEO Shantanu Narayen beschreibt das aktuelle Geschäft als Übergang zu einer „AI-first“-Produktstrategie. Neben klassischen Creative-Cloud-Abos sowie Abos zur Orchestrierung von Online-Marketing spielen KI-basierte Funktionen, Credits und Enterprise-Anwendungen (siehe Kasten: Infrastruktur-Anbieter) eine zunehmend wichtige Rolle bei der Monetarisierung. Gleichzeitig kann die Nutzung freier KI-Tools kurzfristig dazu führen, dass das Nutzungswachstum schneller steigt als die entsprechende ARR-Erfassung. Das war bei Adobe aber auch in der Cloud-Abo-Welt nicht anders.

CEO-Wechsel fällt in kritische Phase

Shantanu Narayen wird sich nach 18 Jahren als CEO auf die Funktion als Chairman zurückziehen, sobald ein neuer CEO ausgewählt ist. Da die Analysten dem Softwaresektor ohnehin negativ gegenüberstehen, wird auch die Unklarheit, wer neuer CEO werde, als „belastend“ empfunden. Die Ankündigung kam für sie offenkundig unerwartet. Völlig überraschend ist es jedoch nicht, wenn ein CEO nach 18 Jahren an der Spitze einen geordneten Stabwechsel einleitet. Dies geschieht zugegebenermaßen nicht auf dem Zenit von Adobe, sondern in einer kritischen Transformationsphase. Das bietet jedoch auch die Chance, einen Kandidaten zu finden, der mit einem frischen und unvoreingenommenen Blick auf Adobe und die Kreativindustrie in der KI-Ära blickt und frischen Input ins Unternehmen bringt. Da Shantanu Narayen weiter an Bord bleibt, ist bei der Nachfolge jedenfalls keine Eile geboten. Wir dürfen gespannt sein.

Adobe: Unternehmerisch relevante Finanzkennzahlen 1. Quartal 2026

Umsatz	6,4 Mrd. USD	Nettoschulden (inkl. Net Working Capital)	6,7 Mrd. USD
Umsatzwachstum (währungsbereinigt)	11,0 %	Eigenkapital	11,4 Mrd. USD
Operative Marge	37,8 %	Eigenkapitalquote	38,5 %
Free Cash Flow (FCF)	2,78 Mrd. USD	Kapitalverzinsung (RoCe)	~ 58 %
Free Cash Flow-Marge	43,4 %	Enterprise Value	~ 10 x FCF FY2026e

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen.

Quelle: Geschäftsbericht Adobe, Berechnungen Wagner & Florack

Stand: 26.04.2026

Finanzkennzahlen: Weltklasse trotz Transformation

Die Margen und die Bilanz sind unverändert Weltklasse. Nicht wenige Softwarefirmen verdienen herausragend. Adobe gehört stets zu den großen Software-Gewinnmaschinen. Die operative Marge (EBIT) ist mit 37,8 % unverändert (höhere Opex, insbesondere Marketing zur Kommunikation der neuen AI-first-Produkte). Der Quartals-Free Cash Flow erreicht mit 2,8 Mrd. US-Dollar einen neuen Rekord, die FCF-Marge steigt um 250 bps auf 43,4 %.

Die Nettoschulden betragen nach Zukäufen 6,73 Mrd. US-Dollar; das entspricht in etwa dem 0,65-Fachen des erwarteten Free Cash Flow für das Geschäftsjahr 2026, die Rentabilität des eingesetzten Kapitals (Return on Capital employed, kurz: RoCe) liegt bei gewohnt hohen 58 % für das Geschäftsjahr 2026.

Und: der Enterprise Value beträgt nur noch das rund 10-Fache des erwarteten Free Cash Flows für das Geschäftsjahr 2026, eine Crash-Bewertung, wie man sie derzeit bei fast allen Software-Firmen sieht.

Strategische Akquisition: Semrush

Die geplante Übernahme von Semrush für rund 1,9 Mrd. US-Dollar in Cash ist ein starker Beleg für Adobes Strategie, die Marketing-Orchestrierung im KI-Zeitalter zu dominieren. Durch die Integration von Brand Visibility und SEO-Daten (SEO = Suchmaschinenoptimierung) in die Experience-Cloud-Logik wird Adobe zum zentralen Akteur für die „Generative Engine Optimization“.

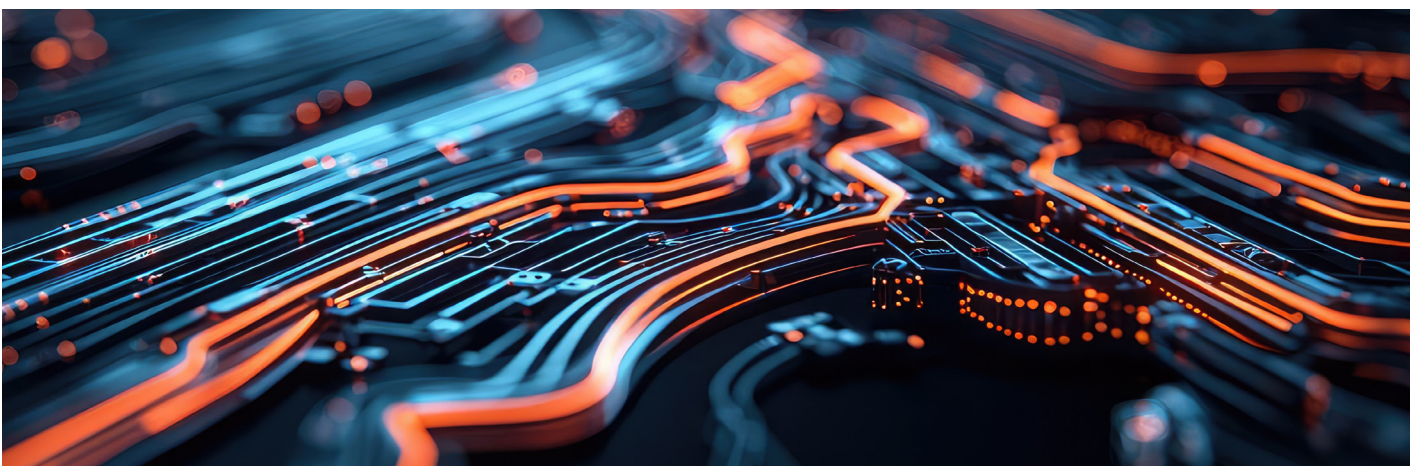
Fazit: Adobe treibt die KI-Transformation aktiv voran

Die anhaltende Skepsis übersieht unseres Erachtens einen wichtigen Punkt: Adobe ist dem Wandel durch KI nicht passiv ausgeliefert, sondern gestaltet ihn schon heute aktiv. In den Quartalszahlen wird zunehmend deutlich, dass die KI-Integration in Adobes Produkten zum profitablen Wachstumstreiber wird. Adobe baut zudem seine Nutzerbasis mit dem Ziel späterer Monetarisierung weiter aus.

Zwar befindet sich das Geschäftsmodell in einigen Bereichen in einer Übergangsphase – etwa mit dem Wandel von Software as a Service hin zu neuen Preismechaniken über KI-Token. Die veränderte Nutzung führt zu temporären Unsicherheiten bei der Entwicklung jährlich wiederkehrender Umsätze.

Adobe ist aber nicht untätig und richtet seine Plattformen technologisch und strategisch neu aus. Die konsequente Verzahnung von Software, proprietären Daten und eigenen KI-Anwendungen stärkt dabei eher den bestehenden Burggraben, als dass sie ihn untergräbt.

Die These „KI frisst Software“ greift oft zu kurz, gerade, wenn es auf Datenhoheit, Rechtssicherheit und Workflows ankommt. KI verändert Software. Adobe zeigt, dass dies zu einer Hybridisierung führt, die den Wert der Adobe-Plattform langfristig steigern kann. Adobe hat die finanziellen Ressourcen, die Plattformen, das Knowhow und die operative Disziplin, um die KI-Transformation erfolgreich zu gestalten. Die aktuell niedrige Bewertung reflektiert vor allem die Börsenunsicherheit und keine operative Schwäche von Adobe.



Deutsche Börse: strukturell auf Kurs

Die Deutsche Börse wächst. Hinter den starken Zahlen steht ein robustes Geschäftsmodell mit klarer strategischer Ausrichtung, die auch kurzfristige Markteffekte überdauert.

- **Strukturelles Wachstum:** Rekordzahlen 2025 und Dynamik in allen Kernsegmenten.
- **Robustes Geschäftsmodell:** Wiederkehrende Erlöse sorgen für Stabilität.
- **Strategischer Ausbau:** Akquisitionen und Plattformstrategie stärken die Marktposition.



Gelungene Transformation zum Software- und Datenanbieter

2025 markierte ein neues Rekordjahr in der Geschichte der Deutsche Börse. Das starke Wachstum wurde vor allem durch den Geschäftsbereich Trading & Clearing getragen. Die hohe Nachfrage nach Absicherungen führte zu deutlichen Zuwächsen bei Zinsderivaten und im Energiehandel, insbesondere bei Gas. Auch die Rotation in europäische Aktien und Wechselkursentwicklungen beflügelten das Geschäft. Die Fondsbwicklung und -distribution wuchs zweistellig.

Für 2026 erwartet die Deutsche Börse einen Umsatzanstieg auf 5,7 Mrd. Euro. Zudem plant sie, die restlichen 20 % von ISS STOXX für 1,1 Mrd. Euro zu übernehmen und die Tochter nach Absage des Börsengangs vollständig zu kontrollieren.

Künstliche Intelligenz und Plattformbetreiber

Die Bedeutung von Künstlicher Intelligenz nimmt zu – auch für Plattformbetreiber wie die Deutsche Börse. In welchem Umfang das Narrativ des KI-Disruptionsrisikos die Deutsche Börse betrifft, ordnete CEO Stephan Leithner jüngst in einem Investoren-Call ein:

Begrenzte Relevanz

Nur 5 % des Konzernumsatzes könnten durch KI beeinflusst werden – vor allem bei ISS STOXX (Daten) und SimCorp (Software). SimCorps Wert liegt jedoch nicht in der von KI replizierbaren Softwareoberfläche. Sie liegt vielmehr in der konsistenten Datenklarheit über gesamte Prozessketten hin-

weg, ohne das Risiko von KI-Halluzinationen. Große Finanzinstitutionen benötigen diese Prozess- und Rechtssicherheit, das Risiko durch den Einsatz fehlerhaft generierter Daten ist ihnen zu groß. Leithner betonte gleichwohl, dass auch die Deutsche Börse KI in die Workflows integrieren werde, jedoch nicht in Bereichen, die die Datensicherheit und -qualität gefährden können.

Schutzwall Qualitätssicherung der Datenbasis

Bei ISS ist die Qualitätssicherung der Datenbasis ein Schutzwall. Die Datensätze sind über Jahre von Fehlern befreit worden; es sind verlässliche, regelkonforme, auditierbare Daten für sensible, regulierte Anwendungen. KI kann auditierbare, regulierte Datenprodukte nicht ohne Weiteres ersetzen. Sie kann aber einzelne Arbeitsschritte in Datenproduktion, Datenabfrage und Softwarebedienung automatisieren und dadurch langfristig Preisdruck erzeugen. Unseres Erachtens liegt der wahre Burggraben dabei weniger in der „Datenklarheit“ an sich als vielmehr in der regulatorischen Zertifizierung: KI mag Informationen generieren, aber die Deutsche Börse bezeugt diese rechtssicher und haftbar für das globale Finanzsystem.

KI ist kein Ersatz für regulierte Marktinfrastruktur

KI ersetzt weder regulierte, systemkritische Marktinfrastruktur, noch qualitätsgesicherte Prozessketten. Unseres Erachtens verweist CEO Stephan Leithner mit den Argumenten Rechtssicherheit, Prozesssicherheit und KI-Workflow-Integration auf die zentralen Punkte, die in der gegenwärtigen recht oberflächlichen Debatte mit dem Tenor „KI frisst Software“ und „KI frisst Daten“, nicht hinreichend berücksichtigt werden.

Kernbereiche mit Wachstum

Das Geschäft der Deutschen Börse gliedert sich in vier Bereiche, die alle strukturell wachsen und hohe wiederkehrende Umsätze generieren.

1. Investment Management Solutions (+4 % organisches Wachstum (oW), 25,6 % Umsatzanteil in 2025)

Das Index- und ESG-Geschäft der Tochter ISS STOXX sowie die Dienstleistungen der 2023 übernommenen Software-Tochter SimCorp.

2. Trading & Clearing (+9 % oW, 44,9 % Umsatzanteil in 2025)

Das regulierte Geschäft mit Handel und Verwahrung von Wertpapieren (Derivate, Commodities, FX und digitale Assets) profitiert vom Anstieg der Marktvolatilität, weil in Stressphasen die Handelsaktivität und die Nachfrage nach Derivaten zunehmen. Trotz des harten Wettbewerbs durch außerbörsliche Handelsplätze (OTC) und „Dark Pools“ behauptet sich die Deutsche Börse durch überlegene Margen-Effizienz (Cross-Margining).

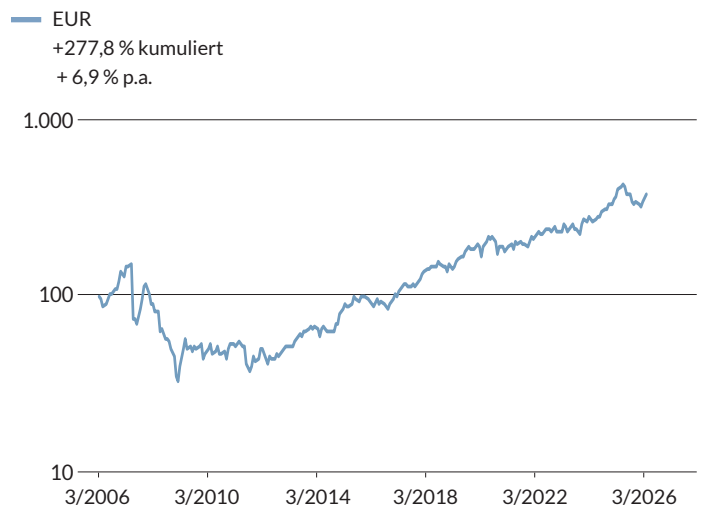
**Treasury-Ergebnis:
Zusatzgewinne durch
hohe Zinsen**

Das Treasury-Ergebnis umfasst das sog. Nettozinsergebnis aus dem Bankgeschäft. Es handelt sich also um die Nettozinserträge und Entgelte aus hinterlegten Sicherheiten und hängt von den Marktzinsen ab – ein Faktor, den das Management nicht beeinflussen kann. Hohe Zinsen bringen Zusatzgewinne, niedrige Zinsen lassen diese Quelle versiegen. Deshalb ist es sinnvoll, den Umsatz ohne das Treasury-Ergebnis zu betrachten, um die originäre operative Leistung von Unternehmen und Management zu beurteilen.

2025 wuchs der Umsatz ohne das Treasury-Ergebnis um 9 % auf 5,2 Mrd. Euro. Das Treasury-Ergebnis sank zinsbedingt um 20 % auf 837 Mio. Euro. Dank striktem Kostenmanagement stiegen die operativen Kosten nur um 3 %, während das um das Treasury-Ergebnis bereinigte EBITDA um 14 % auf 2,7 Mrd. Euro anstieg.

Deutsche Börse

Wertentwicklung, 01.04.2006 bis 31.03.2026



Performance (logarithmiert und normiert), Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen.

Quelle: Morningstar

Stand: 17.04.2026

3. Fund Services (+13 % oW, 9,3 % Umsatzanteil in 2025)
Fondsabwicklung und -verwahrung mit über 700 Mrd. Euro Assets under Administration. Plattformen: Clearstream, FundsDLT, Kneip und Vestima.

4. Security Services (+12 % oW, 20,2 % Umsatzanteil in 2025)
Dienstleistungen wie Collateral Management und Wertpapierleihe mit Sicherheiten- und Liquiditätsmanagement. Marken: Clearstream, D7, LuxCSD.

Strategische Weichenstellungen

Und der Ausblick? Erst vor kurzem hat die Deutsche Börse einen wichtigen Meilenstein erreicht. Im März stimmten die Aktionäre von Allfunds, Europas größter Fondsvertriebsplattform mit über 1,7 Billionen Euro Assets under Administration, der Übernahme durch die Deutsche Börse zu. Durch den Ausbau des Fondsgeschäfts wird das Geschäftsmodell durch die Erhöhung des Anteils wiederkehrender Umsätze nochmals resilienter. Darüber hinaus verbessert sich auch die regionale Diversifizierung, weil Allfunds vor allem in Frankreich, Italien und Spanien präsent ist.

Mit einem Volumen von 5,3 Mrd. Euro wäre dies die größte Übernahme in der Geschichte der Deutschen Börse, nach der 2023 erfolgten Übernahme von SimCorp (3,9 Mrd. Euro). Die Aktionäre von Allfunds haben der Transaktion bereits zugestimmt; der Abschluss steht jedoch noch unter dem Vorbehalt regulatorischer Genehmigungen und wird für das erste Halbjahr 2027 erwartet. Die kurzfristige Integrationslast, das Management der Synergien (ca. 60 Mio. Euro Kostensynergien werden angestrebt) und das mit der Übernahme einhergehende, sich verändernde Verschuldungsprofil gilt es dabei im Auge zu behalten.

Pläne im Bereich der Kryptoplattformen

Des Weiteren plant die Deutsche Börse den Einstieg in die Kryptoplattform Kraken. Für 200 Mio. US-Dollar erwirbt sie 1,5 % der US-Muttergesellschaft Payward. Die Partnerschaft umfasst Handel, Verwahrung, Abwicklung, Sicherheitenmanagement und tokenisierte Vermögenswerte und unterstreicht das Ziel, die Deutsche Börse auch bei digitalen Vermögenswerten zu einem führenden Dienstleister zu machen. Der wirtschaftliche Beitrag ist kurzfristig gering; strategisch geht es aber um die Brücke zwischen traditioneller Marktinfrastruktur und digitalen Assets unter Berücksichtigung der regulatorischen Risiken.

Fazit: Schutzwall Datenqualität

Die Deutsche Börse hat ihr Geschäftsmodell in den letzten Jahren fundamental gewandelt: Weg vom rein zyklischen Handelsplatzbetreiber, hin zu einem hochprofitablen, globalen Technologie- und Datenunternehmen. Das Geschäftsmodell ist heute weit weniger abhängig von volatilen Handelsvolumina und dadurch resilienter denn je. Durch die geschickte Verstärkung des Clearing- und Verwahrungsgeschäfts sowie die Integration von SimCorp in das Segment Investment Management Solutions betreibt die Deutsche Börse ein qualitativ hochwertiges Geschäftsmodell, ist hochprofitabel und strukturell auf Kurs.

Auf der gelungenen Transformation zum Software- und Datenanbieter ruht sich das Unternehmen aber nicht aus. Innovationskraft wird auch in Zukunft gefragt sein, um die führende Stellung auch mit der fortschreitenden Digitalisierung und Tokenisierung traditioneller Wertpapiere aufrechtzuerhalten. Mit Künstlicher Intelligenz geht die Transformation des Geschäftsmodells somit weiter. Dabei ist Künstliche Intelligenz für die Marktinfrastruktur weniger ein unmittelbares Verdrängungsrisiko als vielmehr ein technologischer Beschleuniger, da die regulatorische Systemrelevanz und die auditierbare Datenqualität einen natürlichen Schutzwall bilden.

Hyperscaler am Anleihemarkt: Ähnliches Rating, unterschiedliche Schuldnerqualität

Alphabet und Amazon haben in den vergangenen Monaten mit ungewöhnlich großen und langfristigen Anleiheemissionen auf sich aufmerksam gemacht. Wo liegen die Unterschiede in der Verschuldung, wenn man das jeweilige Geschäftsmodell untersucht?

- **Schulden trotz voller Kassen:** Alphabet und Amazon nutzen den Anleihemarkt. Was das über die Unternehmen verrät.
- **Rating ist nicht gleich Risiko:** Amazon und Alphabet sind trotz ähnlicher Bonität ökonomisch unterschiedlich zu bewerten.
- **Blick hinter die Kennzahlen:** Für uns zählen Geschäftsmodellqualität und Cash Flows mehr als das Credit-Rating.

Unternehmen, die Kredite aufnehmen, obwohl sie im Geld schwimmen. Was auf den ersten Blick paradox erscheint, folgt einem sinnvollen kaufmännisch-unternehmerischen Kalkül. Unser Portfoliounternehmen Alphabet ist dafür das beste Beispiel. Die Firma sitzt auf einem riesigen Berg an (Net) Cash-Reserven; dennoch hat die Google-Mutter vor kurzem in erheblichem Umfang Anleihen emittiert. Kein schlechtes Geschäft, denn mit dem geliehenen Geld erzielt Alphabet Kapitalrenditen, die um Welten über den Kreditzinsen liegen, so dass die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital „gehebelt“ und die Kapitalkosten optimiert werden.

Cash-wirksame Steuerspareffekte

Bekanntermaßen sind wir zwar keine Freunde solcher Bilanzakrobatik („Financial Engineering“). Doch in Anbetracht der enormen Summen, die Alphabet und andere Hyperscaler in den Ausbau ihrer KI-Infrastruktur investieren wollen – bei Google soll sich der Capex dieses Jahr auf rund 185 Mrd. US-Dollar verdoppeln –, ist es durchaus verständlich, wenn Alphabet im Interesse der Eigentümer und Investoren nicht auf den Cash-wirksamen Steuerspareffekt durch die Abzugsfähigkeit der Zinszahlungen als Betriebsausgaben verzichten möchte.

Unter dem Strich nutzt Alphabet die Anleiheemissionen also in erster Linie nicht, weil es das Geld braucht, sondern weil es sinnvoller ist, mit dem geliehenen Geld zu wachsen, während die vorhandenen (Net) Cash-Reserven weitgehend geschont werden und als flexible Manövriermasse möglichst unangetastet bleiben.

Anleihen finden reißenden Absatz

Als Emittent allerbesten Bonität pflegt Alphabet damit gleichzeitig die Beziehungen zu institutionellen Investoren. Der reißende Absatz der Anleihen unterstreicht das große Vertrauen des Kapitalmarktes in die Robustheit und Langlebigkeit des Geschäftsmodells. Als Rarität begab Alphabet u.a. eine 100-jährige Pfund-Anleihe, die ebenfalls stark überzeichnet war. Neben

Alphabet haben auch andere große Technologieplattformen den Anleihemarkt in den vergangenen Monaten mit ungewöhnlich großen und langfristigen Emissionen in Anspruch genommen. Amazon platzierte zunächst in den USA Anleihen über 37 Mrd. US-Dollar mit Laufzeiten bis zu 50 Jahren, kurz darauf folgte eine europäische Emission über 14,5 Mrd. Euro mit Laufzeiten von bis zu 38 Jahren.

Uns kommt es auf die Unterschiede an

Institutionelle Gläubiger schenken also beiden Hyperscalern langfristig ihr Vertrauen. Für uns als unternehmerisch denkende Investoren wird es spannend, wenn wir hinter die Credit-Ratings schauen und auf die fundamentale Qualität der beiden Firmen blicken, denn tatsächlich unterscheiden sich die zugrunde liegenden Geschäftsmodelle deutlich – und damit auch die ökonomische Qualität der Verschuldung.

Was macht eine erstklassige Anleihe aus?

Der klassische Anleihemarkt bewertet Schuldner primär anhand von Ratings, Bilanzrelationen und Ausfallwahrscheinlichkeiten. In diesem Raster erscheinen sowohl Amazon als auch Alphabet als erstklassige Emittenten: große Marktanteile, stabile Cashflows und hohe Liquiditätsreserven und ein ähnlich gutes Rating der bekannten Rating-Agenturen.

Als langfristig orientierte Investoren werfen wir jedoch einen Blick hinter das Rating und betrachten Anleihen aus einer anderen Perspektive. Für uns ist entscheidend, welches Geschäftsmodell hinter der Verschuldung steht und wie nachhaltig dessen Cashflows sind. Denn während Aktionäre am langfristigen Wertzuwachs eines Unternehmens teilhaben, steht der Zahlungsstrom einer Anleihe fest – unabhängig davon, wie erfolgreich sich das Unternehmen entwickelt.

Strukturelles Spannungsfeld

Gerade bei Laufzeiten von mehreren Jahrzehnten entsteht daher ein strukturelles Spannungsfeld: begrenzte Rendite bei

Alphabet: im Kern kapitalleicht

Bei Alphabet sehen wir trotz steigender Investitionen weiterhin ein im Kern kapitalleichtes Geschäftsmodell.

Der Grund liegt vor allem in der Struktur der Investitionen. Ein Großteil der Mittel fließt aktuell in Rechenzentren, Cloud-Infrastruktur und KI-Kapazitäten. Diese Investitionen bauen auf bereits bestehenden Plattformen auf und lassen sich direkt über bestehende Produkte monetarisieren – etwa über Search, Cloud oder Werbepattformen.

Entscheidend ist dabei die außergewöhnliche Ertragskraft des Unternehmens. Alphabet erzielt weiterhin sehr hohe operative Margen und enorme freie Cashflows, die einen Großteil der Investitionen aus eigener Kraft finanzieren können. Selbst bei steigendem Capex bleibt die Kapitalrendite des Geschäftsmodells immer noch relativ hoch.

Für uns ist daher nicht die absolute Höhe der Investitionen entscheidend, sondern ihr Verhältnis zur Ertragskraft und ihre strategische Funktion. In diesem Kontext dienen Alphabets Investitionen vor allem dem Ausbau eines hochskalierbaren Plattformgeschäfts, das langfristig zusätzliche Nachfrage und neue Erlösquellen erschließen kann.

Amazon: kapitalintensives Wachstum

Bei Amazon stellt sich die Situation deutlich anders dar. Das Unternehmen nimmt Schulden nicht nur für Zukunftsinvestitionen in Cloud und Technologie auf, sondern auch für die massive Infrastruktur des Onlinehandels – also für Versandzentren, Logistiknetze und Betriebskapital.

Diese Struktur hat weitreichende Folgen. Der Onlinehandel wächst zwar weiterhin stark, doch das Wachstum muss immer wieder durch neue Lagerkapazitäten, Transportinfrastruktur und Personal unterfüttert werden. Die Hoffnung vieler Investoren, der E-Commerce werde durch Skaleneffekte irgendwann zum strukturellen Margenbringer, hat sich bislang nur begrenzt bestätigt.

Im Gegenteil: Das Umsatzwachstum geht regelmäßig mit hohen Investitionen und stark schwankenden Cashflows einher. Der operative Gewinn des Konzerns wird daher seit Jahren stark durch die Cloud-Sparte AWS getragen.

Genau hier entsteht ein strategisches Spannungsfeld. Der kapitalintensive Onlinehandel bindet erhebliche Mittel – Mittel, die gerade in einer Phase technologischer Umbrüche eigentlich stärker in Cloud-Infrastruktur und Künstliche Intelligenz fließen müssten. Während Wettbewerber wie Google oder Microsoft ihre Investitionen in diesen Bereichen massiv ausbauen, wird AWS durch den Kapitalbedarf des Handelsgeschäfts teilweise gebremst.

sehr langen wirtschaftlichen Risiken. Eine reine Rating-Betrachtung zielt zu kurz. Für viele Anleiheinvestoren erscheinen Amazon und Alphabet als ähnliche Schuldner. Beide verfügen über starke Marktpositionen, hohes Wachstum und sehr gute Ratings.

Wie kapitalintensiv ist das Geschäftsmodell

Doch hinter diesen Kennzahlen stehen sehr unterschiedliche ökonomische Dynamiken. Während Alphabet trotz hoher Investitionen ein extrem profitables und skalierbares Plattformgeschäft betreibt, bleibt Amazons Kerngeschäft im Handel strukturell deutlich kapitalintensiver. Bei sehr langen Laufzeiten – wie sie heute am Anleihemarkt angeboten werden – gewinnt genau diese Unterscheidung erheblich an Bedeutung. Wie verlässlich sind also die Cashflows in der Zukunft und wie sicher ist somit mein Anleiheinvestment?

Die Rolle von Anleihen in unseren Portfolios

In unseren Portfolios betrachten wir Anleihen in erster Linie als Instrument zur Stabilisierung und Risikosteuerung – nicht als Renditetreiber um jeden Preis.

Fokus auf erstklassige Anleihen

Mit dem Aufbau unseres Anleiheportfolios haben wir beispielsweise bewusst erst dann begonnen, als wir erstklassige Anleihen im Vergleich zu Liquidität für attraktiv hielten. Dadurch blieben uns auch die massiven Kursrückschläge erspart, die viele Anleiheinvestoren im Jahr 2022 erlitten haben. Außerdem verzichten wir zuletzt darauf, fällige Anleihen zu ersetzen, weil das Chance-Risiko-Verhältnis im Vergleich zu unseren Unternehmensbeteiligungen uninteressant geworden ist.

Dabei beschränken wir uns auf Staats- und Unternehmensanleihen bester Bonität mit relativ kurzen Laufzeiten. Die Fälligkeiten sind bewusst gestaffelt und reichen derzeit bis maximal etwa drei Jahre. Damit vermeiden wir übermäßige Zins- und Durationsrisiken.

Bei Unternehmensanleihen investieren wir bevorzugt – aber nicht nur – in Anleihen unserer Portfoliounternehmen, weil wir hier die Qualität der Geschäftsmodelle und der Bilanzen besonders gut einschätzen können. Neben Bundesanleihen zählen derzeit beispielsweise Apple, Visa und Procter & Gamble zu den

Emittenten im Portfolio. Aus unserer Sicht steht die Geschäftsmodell- und Bilanzqualität dieser Unternehmen der Bonität vieler Staaten keineswegs nach – häufig sogar im Gegenteil.

Keine Spielereien mit Duration und Credit-Risiken

Grundsätzlich kommen auch Anleihen von Unternehmen in Frage, die zwar höchst solide sind, es aber aus anderen Gründen nicht in unser Aktienportfolio schaffen. Entscheidend bleibt jedoch immer die ökonomische Qualität des Schuldners. Analog zur Auswahl unserer Unternehmensbeteiligungen steht daher auch bei Anleihen die Qualität im Vordergrund. Es geht uns nicht

darum, die Renditezitrone maximal auszupressen. Wir verzichten bewusst auf einige Basispunkte an Rendite, wenn wir dafür ein stabileres Risikoprofil erhalten. Deshalb sehen wir auch von den üblichen „Spielereien“ mit Duration und Credit-Risiken ab. Nachrang- oder Hochzinsanleihen gehören nicht zu unserem Anlageuniversum. Für uns gilt auch im Anleihebereich derselbe Grundsatz wie bei Aktieninvestments: Ruhig schlafen zu können ist wichtiger als die letzte Renditestelle.

Ihre Ansprechpartner



Martin Mansi
Vorstand Vermögensverwaltung
mansi@wagner-florack.de



Holger Rausch
Berater (Köln)
rausch@wagner-florack.de



Wolf-Gerhard Ruge
Berater (Bonn)
ruge@wagner-florack.de



Thomas Singer
Berater (Bonn)
singer@wagner-florack.de



Peter Wiegand
Berater (Köln)
wiegand@wagner-florack.de

Impressum

Wagner & Florack AG
Mildred-Scheel-Str. 1
53175 Bonn

Tel.: +49 (0) 228 945 95 86-0
Fax: +49 (0) 228 945 95 86-9

wagner-florack.de

Wagner & Florack AG
Marienburger Straße 24
50968 Köln

Tel.: +49 (0) 221 800 10 11-0
Fax: +49 (0) 221 800 10 11-39

**Anmeldung für unseren
monatlichen Investorenbrief:**



Disclaimer

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen. Quelle: eigene Berechnungen. Dieses Dokument dient unter anderem als Werbemitteilung. Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die vollständigen Angaben des/der Fonds sind dem Verkaufsprospekt sowie der Satzung oder dem Verwaltungsreglement oder den Vertragsbedingungen, ergänzt durch den jeweiligen letzten geprüften Jahresbericht und den jeweiligen Halbjahresbericht, falls ein solcher jüngeren Datums als der letzte Jahresbericht vorliegt, zu entnehmen. Diese Unterlagen stellen die allein verbindliche Grundlage eines Kaufs dar. Die genannten Unterlagen sowie die Wesentlichen Anlegerinformationen erhalten Sie kostenlos in deutscher Sprache bei der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft/Kapitalverwaltungsgesellschaft oder Verwahrstelle sowie von den jeweiligen Vertretern in den Ländern.

Bildnachweis: Seiten 1, 4, 7, 9, 10: Adobe Stock; Seiten: 3, 16: Wagner & Florack

Stand: 24.04.2026