



# Quarterly Economic Outlook Special: Deutschland fällt wirtschaftlich zurück – und wie es wieder nach vorne kommen könnte

Prof. Dr. Michael Heise on Global Economics – April 2024



Deutschland hat seit Jahren kaum noch wirtschaftliches Wachstum erzielen können. Wie schon zu Beginn dieses Jahrhunderts gelten wir wieder als der kranke Mann Europas. Um aus der Wachstumsschwäche herauszukommen und das unternehmerische Potential Deutschland wieder zur Geltung zu bringen, bedarf es einer Wirtschaftspolitik, die auf bessere Standortbedingungen und Wettbewerbsfähigkeit setzt. Ohne eine wachstums- und investitionsorientierte Wirtschaftspolitik wird es kaum gelingen, die Rede vom kranken Mann Europas zu beenden.

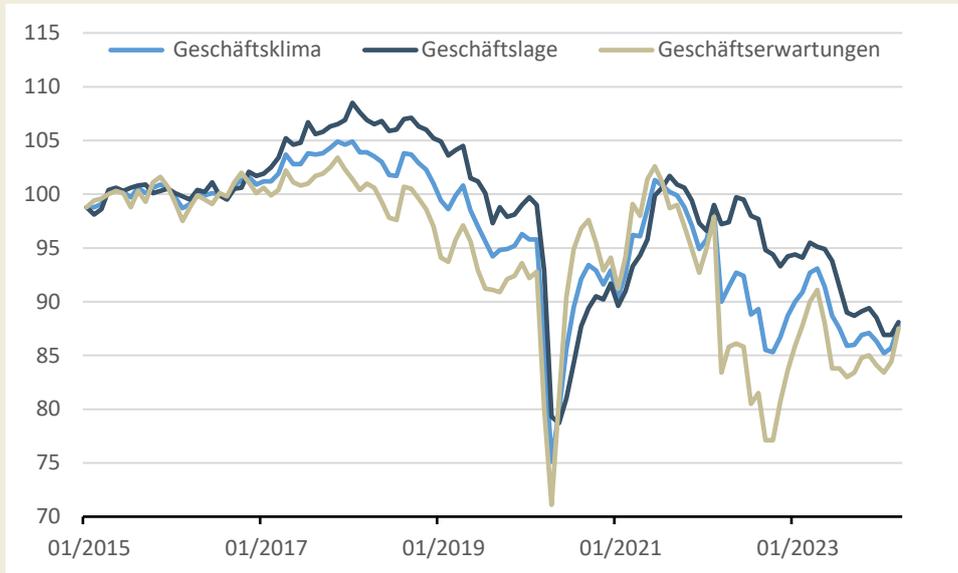
Deutschland fällt im internationalen Wettbewerbsvergleich immer weiter zurück. Seit 2019 hat sich die reale Wirtschaftsleistung kaum erhöht. In 2023 ist die deutsche Wirtschaft geschrumpft und zu Beginn des Jahres 2024 steht sie auf der Stelle. Da die Bevölkerung in den vergangenen Jahren weiter gestiegen ist, sieht die Bilanz pro Kopf betrachtet noch schlechter aus. Besondere Probleme stellen sich in der Industrie, wo hohe Energiekosten, hohe Lohn- und Lohnnebenkosten sowie ein Fachkräftemangel und viele staatliche Vorgaben insbesondere in energieintensiven Bereichen zu Produktionskürzungen und zu Auslandsinvestitionen geführt haben. Das Produktionsvolumen ist deutlich geringer als im Vor-Corona Jahr 2019, und die Entwicklung ist schwächer als in anderen Ländern. Sie kann also nicht allein auf Sonderfaktoren wie die Pandemie oder den Energiepreisschock zurückgeführt werden. Wie geht es weiter?

## **Die Konjunktur dürfte in 2024 besser werden, aber das langfristige Wachstum bleibt schwach**

Eine gewisse Belebung der Konjunktur ist im Verlaufe des Jahres 2024 immerhin zu erwarten, da der private Konsum aufgrund rückläufiger Inflation etwas zulegen dürfte (Schaubild 1). Die Reallöhne, die während der Hochinflation der vergangenen Jahre deutlich gesunken waren, dürften in 2024 etwa um 2,5% steigen. Etwas Unterstützung für die Konjunktur sollte auch vom Welthandel kommen, der in 2023 erheblich zurückgegangen ist, aber bei steigender Konsumnachfrage in den wichtigsten Wirtschaftsregionen in 2024 wieder etwas wachsen dürfte. Daher sind die Exportaussichten für die deutsche Wirtschaft etwas besser. Die Impulse werden aber insgesamt wohl nicht stark genug sein, um das Wachstum im Jahresdurchschnitt über 0,3 % anzuheben.

Während die Wirtschaft aus dem Konjunkturtief wieder herauskommen wird, bleibt das Problem, dass das mittelfristige Wachstumspotential der Wirtschaft stark abgesunken ist. Nach Schätzungen des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, der Forschungsinstitute und auch der Bundesregierung liegt das Produktionspotential für die nächsten Jahre lediglich um rund 0,5 Prozent. Bei einer solchen Wachstumsrate gibt es wenig realen Verteilungsspielraum für Erwerbstätige und Transferempfänger und noch größere Finanzierungsprobleme für die öffentlichen Haushalte und die Sozialversicherungen (Schaubild 2).

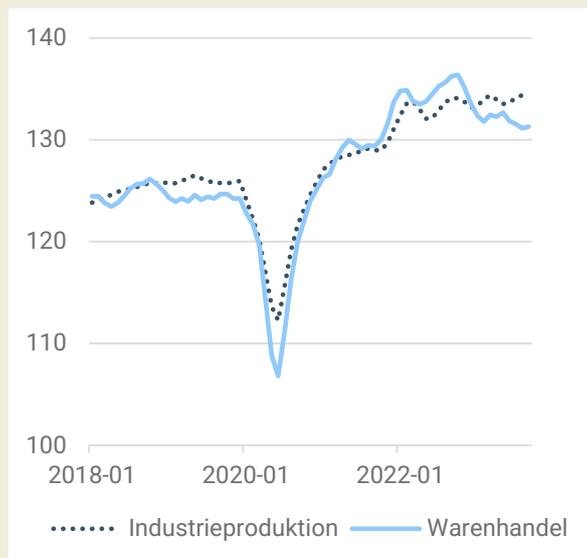
**Schaubild 1 – ifo Geschäftsklimaindex Deutschland und seine Komponenten**  
(Indexwerte, 2015 = 100, saisonbereinigt)



Quelle: ifo Institut.

**Schaubild 2 – Wachstum des Produktionspotentials 1971 – 2030 (%)**

Werte für die Jahre 2023 und 2024 basieren auf der Kurzfristprognose des Sachverständigenrates. Ab dem Jahr 2025 Projektion.



Quelle: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung  
(Jahresgutachten 2023/24)

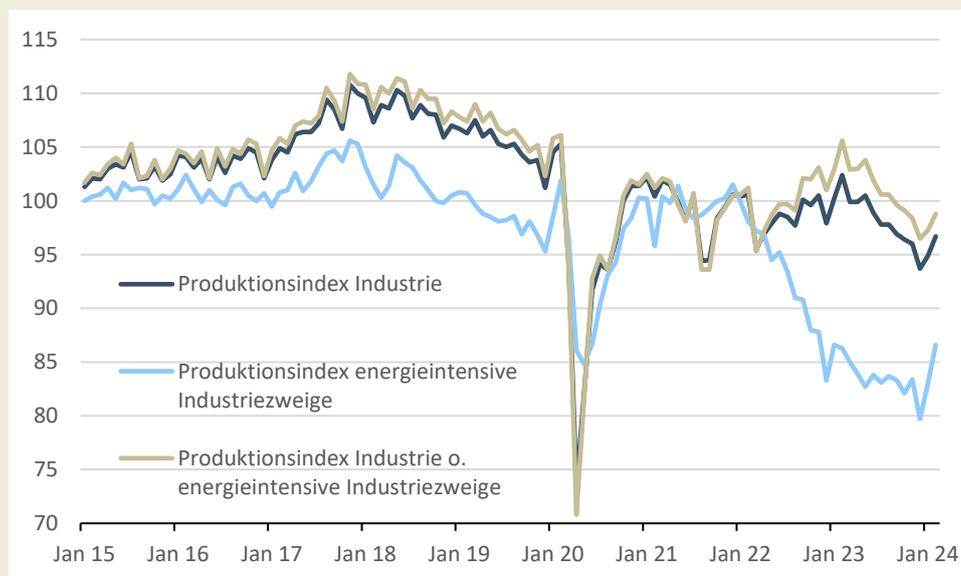
## Die grüne und digitale Transformation: Ernüchterung macht sich breit

Die Bundesregierung hatte ihre Hoffnungen darauf gesetzt, dass die grüne und digitale Transformation der Wirtschaft zu einem Wachstumstreiber werden könnten. Dieses Bild zieht sich wie ein roter Faden durch den Koalitionsvertrag der drei Regierungsparteien. Inzwischen ist Ernüchterung eingetreten, von dem erhofften Wachstumsschub ist nichts zu sehen. Das ist nicht überraschend, denn die Transformation der Wirtschaft, die durch Regulierungen, Subventionen und sehr hohe Energiepreise angetrieben wird, bedingt (zusätzlich zur Digitalisierung) einen hohen Kapitaleinsatz im privaten Sektor, vor allem in energieintensiv produzierenden Bereichen. Die Transformation erzeugt zunächst einmal hohe Kosten, sie entwertet Teile des Kapitalstocks. Langfristig wird sie die Wirtschaft stärken.

Eine erfolgreiche Energiewende ist von zentraler Bedeutung für die deutsche Wirtschaft. Mit ihrem hohen Industrieanteil ist sie auf eine sichere und preislich angemessene Energieversorgung angewiesen. Ansonsten drohen insbesondere in energieintensiven Bereichen weitere Produktionsstilllegungen und Abwanderungstendenzen (Schaubild 3).

**Schaubild 3 – Produktionsentwicklung in der Industrie**

(kalender- und saisonbereinigt, 2021 = 100)



Quelle: Destatis

Das bisherige Konzept der Energiewende hat in dieser Hinsicht kein Vertrauen aufbauen können. Hohen Kosten stehen bislang kaum Fortschritten bei der Emissionsminderung gegenüber. Und auch der Ausblick ist unsicher: Der Ausbau der erneuerbaren Energien wird forciert, aber es fehlen noch ausreichende Verteilungsnetze oder gar Speichermedien, die verbliebenen Atomkraftwerke wurden in der Energiekrise des Jahres 2022 stillgelegt, ein beträchtlicher Teil des Stroms wird durch Kohlekraftwerke produziert und die Energie, die zum Ausgleich der Schwankungen von Wind- und Sonnenenergie gebraucht wird, soll durch neue Gaskraftwerke erzeugt werden, die als Reservekapazität rein privatwirtschaftlich nicht rentabel sind und daher für den Staat hohe Kosten verursachen. Langfristig soll nicht Erdgas, sondern grüner Wasserstoff verbrannt werden, dessen Produktion aber sehr teuer und noch in weiter Ferne ist. Verfügbare Technologien wie die Kohlendioxidspeicherung (CCS) oder e-fuels wurden lange Zeit ausgeschlossen. Ein Erfolg in Form verminderter Kohlendioxidemissionen ist bislang nicht zu sehen, der tendenzielle Rückgang der letzten Jahre ist vor allem dem kräftigen Rückgang der energieintensiven Produktion, also, wenn man so will, der Deindustrialisierung, zuzuschreiben.

## Erneuerung des Kapitalstocks setzt gute Standortbedingungen voraus

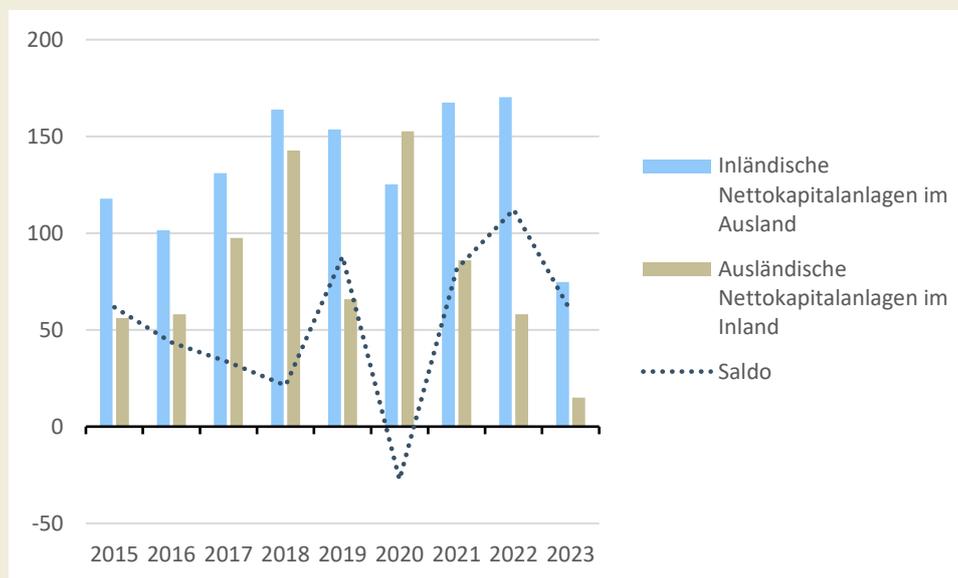
Eine rasche Erneuerung des volkswirtschaftlichen Kapitalstocks setzt leistungsfähige Unternehmen und attraktive Standortbedingungen voraus. Die entscheidende Frage der Wirtschaftspolitik muss also sein, wie höhere Investitionen und mehr Innovationen angeregt werden können - übrigens nicht allein um die Ressourceneffizienz zu verbessern und klimaneutral zu produzieren -, sondern auch um den demografisch bedingten Arbeitskräfterrückgang soweit möglich durch mehr Kapitaleinsatz und den damit eng verbundenen technologischen Fortschritt zu begegnen.

Wie sieht es aus mit den Investitionen in Deutschland? Über die Jahrzehnte ist die Investitionsquote in Deutschland und mit ihr auch der technologische Produktivitätsfortschritt im Trend gesunken. Das ist zwar auch in den meisten anderen OECD-Ländern der Fall gewesen, aber für Deutschland mit einer kapitalintensiven Industrieproduktion ist es von besonderer Bedeutung. Sorgen bereitet auch die aktuelle Investitionsschwäche in Deutschland. In 2023 und voraussichtlich auch in 2024 werden die realen Investitionen im Inland deutlich zurückgehen. Das betrifft nicht allein die Bauinvestitionen, sondern auch die Ausrüstungsinvestitionen, die in realer Rechnung aktuell unter den Werten von 2019 liegen.

Die Summe aller Investitionen ist deutlich niedriger als das sehr hohe Sparvolumen der deutschen Volkswirtschaft. Die Folge sind hohe Kapitalexporte – sowohl bei reinen Finanzinvestitionen wie auch in Bezug auf unternehmerische Direktinvestitionen. Nach Zahlen der Bundesbank haben sich die Auslandsinvestitionen deutscher Unternehmen in den letzten Jahren deutlich erhöht, während die Investitionen ausländischer Unternehmen in Deutschland tendenziell zurückgegangen sind. Der Kapitalabfluss ist sehr viel höher als der Zufluss. Umfragen etwa des BDI zeigen, dass sich zunehmend viele Unternehmen mit möglichen Auslandsinvestitionen befassen und sie lassen nicht erwarten, dass sich der Trend bald zugunsten Deutschlands umkehrt (Schaubild 4).

Schaubild 4 – Kapitalbilanz: Direktinvestitionen

in Mrd. EUR



Quelle: Deutsche Bundesbank

## **Unternehmen sehen zunehmend Schwächen des Standorts Deutschland**

Um die Attraktivität des Standorts Deutschland steht es also nicht zum Besten. Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass einige große Investitionsprojekte im Halbleiterbereich oder für Batterieproduktion durch hohe Subventionen des Staates nach Deutschland geholt werden konnten. Über viele Jahre hat die Politik nichts Wesentliches getan, um die Standortbedingungen zu verbessern. Auch die aktuelle Regierung hat sich wenig um die Investitions- und Standortbedingungen, sondern mehr um Verteilungs- und Sozialpolitik und vor allem um die Energiewende gekümmert. Letztere hat allerdings das Vertrauen der Wirtschaft und vieler Bürger in die Kompetenz der Regierung weiter geschmälert. Auch im Ausland gilt Deutschland gerade in diesem Feld nicht als Modell, dem man folgen sollte.

Die deutsche Politik hat sich seit langem – im Grunde seit den wachstumsorientierten Reformen der Schröder Ära bis 2005 - darauf verlassen, dass die Stärken des Standorts Deutschland, wie ein hohes Maß an politischer Stabilität und Rechtssicherheit, eine funktionierende Forschungsinfrastruktur, ein gutes Berufsausbildungssystem und letztlich das vorhandene, über die Regionen und Branchen des Landes verbreitete Potential an erfolgreichen Unternehmen Wachstum und Wohlstand absichern würden.

In der Wahrnehmung der Investoren scheinen aber vielfach die Standortnachteile zu überwiegen. Die Liste der wichtigsten Standortnachteile ist seit einiger Zeit bestens bekannt. Es gehören unter anderem dazu die im internationalen Vergleich sehr hohe Belastung der Unternehmen und der privaten Haushalte mit Steuern und Abgaben, die überdurchschnittlich hohen Lohnkosten in der Industrie, sehr hohe Energiekosten für Unternehmen und private Haushalte, langwierige Genehmigungs- und Planungsverfahren sowie sehr viel Bürokratie. Allein diese Faktoren können die Investitions- und Innovationsaktivität behindern und das Arbeitsangebot einschränken.

Hinzu kommen produktivitätsmindernde Defizite im Bereich der Digitalisierung, etwa im Hinblick auf die nötige Infrastruktur und die öffentliche Verwaltung. Mit der zunehmenden Adoption von Anwendungen der generativen künstlichen Intelligenz (KI) wird dieser Wettbewerbsfaktor immer bedeutsamer. Generative KI wird, wie erste Analysen zeigen, längerfristig einen wichtigen Beitrag zur Erhöhung der Arbeitsproduktivität leisten und damit der zunehmenden Verknappung von Arbeitskräften entgegenwirken, die für den Standort Deutschland stärker noch als für viele andere Länder ins Gewicht fällt.

So zeigen die aktuellen Bevölkerungsvorausberechnungen bis zum Jahr 2035 einen Rückgang der Erwerbspersonen um rund 3,2 Millionen Personen. Dabei wird eine Nettozuwanderung 290 Tsd. pro Jahr angenommen (mittlere Variante). Der Wanderungssaldo könnte durch weitere Schritte zur Erhöhung der Erwerbsmigration - im Gegensatz zu der jetzt schon hohen Flüchtlingsmigration - möglicherweise gesteigert werden. Aber auch dafür muss Deutschland attraktiv sein und die noch zweifellos vorhandenen Probleme bei der Integration in den Arbeitsmarkt angehen. Auch eine erhöhte Erwerbsmigration ändert jedoch nichts daran, dass die Arbeitsproduktivität steigen muss, um zukünftig wirtschaftliches Wachstum zu erzeugen. Produktivitätssteigerungen werden bei der zunehmenden Alterung der Gesellschaft und dem Anstieg der Arbeitsnachfrage in Bereichen wie Freizeit-, Gesundheits- und Pflegebereichen durchaus schwierig und setzen erfolgreiche Digitalisierungsmaßnahmen und die Nutzung von KI voraus.

Um die langfristigen Wachstumsaussichten zu verbessern und die grüne und die digitale Transformation voranzutreiben, sind die Investitions- und die Standortbedingungen in Deutschland somit von zentraler Bedeutung. Dazu gehört auch die öffentliche Infrastruktur.

## **Mehr öffentliche Investitionen sind wichtig, aber nur Teil der Lösung**

Über den hohen öffentlichen Investitionsbedarf in vielfältigen Bereichen kann kein Zweifel bestehen – von der sicherheitspolitischen Zeitenwende, über Bildung, Forschung und Digitalisierung, bis hin zu dem klima- und energiepolitischen Umbau sind hohe Investitionen nötig. Angesichts der vielfältigen Herausforderungen wird in der Politik über eine Reform der Schuldenbremse oder neue Sonderhaushalte gesprochen, um neue Verschuldungsspielräume zu gewinnen. Allein mehr Geld bereitzustellen, ist aber noch keine Lösung. Vor allem muss sichergestellt werden, dass die investiven Mittel tatsächlich in Projekte und Maßnahmen umgesetzt werden, gewissermaßen „absorbiert“ werden können.

Dazu müssen Investitionshemmnisse aus dem Weg geräumt werden. Häufig sind es mangelnde Planungskapazitäten und langwierige Genehmigungsverfahren, die Projekte und den Einsatz verfügbarer Mittel verzögern. Eine Verstärkung der Planungskapazitäten und die Nutzung privatwirtschaftlicher Anbieter wären wichtig.

Häufig wird auch übersehen, dass staatliche Investitionen Folgekosten nach sich ziehen, die in zukünftigen Haushalten zu berücksichtigen sind. Seit langem sind in Deutschland zu wenig Mittel für die Erhaltung der Infrastruktur zurückgehalten worden, so dass heute erhebliche Sanierungsbedarf besteht. Deutschlands Straßen, Schulen, Universitäten oder Schienennetze wären in einem besseren Zustand, wenn in angemessenem Umfang Erhaltungsaufwand betrieben worden wäre. Dieser Gedanke spricht nicht gegen groß-angelegte Investitionsprojekte in der gegenwärtigen Zeit, wohl aber für eine langfristige Sichtweise in der Haushaltsplanung und Prioritätensetzung.

## **Keine kurzfristigen Nachfrageprogramme, sondern angebotsorientierte Reformen nötig**

Nach Jahren der Wachstumsschwäche braucht Deutschland keine schuldenfinanzierten Konjunkturprogramme, sondern eine angebotsorientierte Politik, die den Standort Deutschland wettbewerbsfähiger macht und die Investitions- und die Innovationsaktivität der Unternehmen nachhaltig anregt. Dabei sollte angesichts der klammen Haushaltslage solche Reformmaßnahmen vorgezogen werden, die nur geringe Einnahmeausfälle bescheren oder im besten Fall sogar mit Mehreinnahmen verbunden sind. Die gibt es durchaus.

Im Bereich der Unternehmenssteuern wäre an umfassendere Abschreibungserleichterungen zu denken, die kurzfristig Investitionen ankurbeln würden und die nur vorübergehende Steuerausfälle, langfristig dagegen steigende Steuereinnahmen zur Folge hätten.

Staatliche Mehreinnahmen und Minderausgaben sind dann zu erwarten, wenn es gelingt, über bessere Arbeitsanreize mehr Menschen in Arbeit zu bringen. Ein Weg wäre es, in der Rentenversicherung die abschlagfreie Frühverrentung, die umgangssprachlich als Rente mit 63 bezeichnet wird, zu beenden oder auf Sonderfälle oder sehr niedrige Einkommen zu beschränken. Dem Arbeitsmarkt wäre gedient, der Zuschuss des Bundes zur Rentenversicherung und die Beitragssätze senken. Auch sollte die Regierung ihre ablehnende Haltung gegenüber einer Koppelung der Renten an die steigende Lebenserwartung aufgeben, um die Rentenfinanzen langfristig tragfähig zu machen. Das soeben verabschiedete Rentenpaket geht nicht in diese Richtung, sondern hat die Renten ab den Jahren 2025 weiter erhöht und wird die Beitragszahler zusätzlich deutlich belasten. Der einmal gefundene Ausgleich der demografischen Belastungen zwischen Rentenempfängern und Beitragszahlern wurde damit wieder aufgehoben. Der viel zitierte Generationenvertrag ist offenbar von der jeweiligen Regierung auslegbar.

Im Bereich der Lohnersatzleistungen wäre nach mehreren deutlichen Erhöhungen die Frage zu stellen, ob die finanziellen Anreize für die arbeitsfähige Bürgergeldempfänger hinreichend groß sind, um sich dem Arbeitsmarkt zur Verfügung zu stellen. Wenn es etwa gelingt, eine Million Bürgergeldempfänger in Arbeit zu bringen, würde das dem Arbeitsmarkt enorm helfen und den Steuerzahler erheblich entlasten. Dass notorische Jobverweigerer nach der jüngsten Gesetzesänderung temporäre Kürzungen riskieren, ist richtig, aber sehr wirkungsvoll auf das Arbeitsangebot wird das nicht sein, wenn die finanziellen Anreize dazu nicht gegeben sind. Mehr Beschäftigung bedeutet höhere Steuereinnahmen und geringe Ausgaben und damit auch Beitragssätze der Sozialversicherungen.

Die Beitragssätze zu den Sozialversicherungen haben trotz guter Arbeitsmarktlage historisch wieder sehr hohe Werte erreicht. Zwar gibt die Bundesregierung im Jahreswirtschaftsbericht 2024 vor, „die Beitragssätze zur Sozialversicherung im Rahmen ihrer Möglichkeiten moderat (zu halten)“, doch hat das nicht verhindert, dass sie auf Werte von 40,9 % (41,5 % für kinderlose) der Arbeitseinkommen gestiegen sind. Das trägt dazu bei, dass die Arbeitskosten im internationalen Vergleich sehr hoch sind und es belastet die Nettoeinkommen der Arbeitnehmer gerade in unteren und mittleren Einkommensbereichen.

## **Bessere Arbeitsanreize auch im Steuer- und Transfersystem**

Eine Verbesserung von Arbeitsanreizen sollte auch auf eine Senkung der in Deutschland sehr hohen Teilzeitquote und auf mehr Vollzeitjobs insbesondere bei weiblichen Arbeitskräften abzielen. Dabei spielt eine verbesserte Kinderbetreuung eine Rolle, aber es müssen auch finanzielle Anreize gegeben sein, worauf etwa Studien des ifo Instituts hinweisen. Wer in unteren und mittleren Einkommensbereichen mehr arbeitet und beispielsweise aus der Teilzeitarbeit zurückkehren möchte, wird durch steigende Steuerabzüge und den Entzug von Sozialleistungen wie Wohngeld und Kinderzuschlag häufig kaum besser gestellt. Eine Abmilderung der

Steuerprogression und geringere „Transferenzugsraten“ würden Abhilfe schaffen, sind aber angesichts geringer Finanzierungsspielräume nur schrittweise zu bewerkstelligen. Größere Schritte würden eine Repriorisierung von staatlichen Aufgaben – etwa einen stärkeren Subventionsabbau voraussetzen, der in Deutschland politisch aber schwer umzusetzen scheint.

Das Wachstumschancengesetz der Bundesregierung ist ein erster kleiner Schritt, um die Investitionsbedingungen in Deutschland zu verbessern. Schon aufgrund seines Volumens wird es nur sehr begrenzte Auswirkungen haben und es greift nicht in die Anreizsysteme für Arbeitsanbieter und Arbeitsnachfrager ein.

### **Fazit: Reformen für Aufschwung und Wachstum**

Damit Deutschland auf den Wachstumspfad zurückkommt und das Image des kranken Manns abschüttelt, sind grundlegende Reformen erforderlich. Allein mehr öffentliche Investitionen und vielfältige Subventionen zur Transformation der Wirtschaft reichen nicht aus, um die Wachstumskräfte wieder zurückzugewinnen und im internationalen Vergleich wieder aufzuholen. Investitions-, Innovations- und Arbeitsanreize müssen verbessert werden. Eine wachstumsorientierte Agenda 2030, die schon vor Jahren nötig gewesen wäre und von Ökonomen gefordert wurde, sollte endlich angegangen werden.

Die potentiellen Erträge einer solchen Wende sind, wie schon bei der Agenda 2010 vor rund 20 Jahren, beträchtlich. Attraktive Standortbedingungen sind gerade in einer Zeit besonders wichtig, in der die Vorteile einer sehr starken Globalisierung von Lieferketten und Produktionsstandorten auch aus geoökonomischen Gründen hinterfragt werden und mehr lokale oder regionale Produktion die Widerstandsfähigkeit gegenüber externen Schocks verbessern hilft. Die Akzeptanz für eine solche Politik sollte erzielbar sein.

Denn wenn am Standort Deutschland wieder mehr investiert, produziert und entwickelt wird, werden Arbeitnehmer und Selbständige von höheren Einkommen und der Staat mit seinen Sozialversicherungen von höheren Einnahmen profitieren. Woran es derzeit mangelt, ist die Einigungsfähigkeit der Politik.

Sollten sich die Investoren daher von deutschen Unternehmen abwenden? Die Antwort darauf ist ein klares Nein, denn die deutschen Unternehmen sind bis in die mittelständischen Strukturen hinein stark internationalisiert und nicht allein vom deutschen Markt abhängig. Gerade die Internationalisierung des Absatzes und der Produktionsstätten gibt ihnen die Möglichkeit auf negative Standortentwicklungen in Deutschland zu reagieren. Wenn Probleme wie hohe Lohn- und Lohnnebenkosten, teure Energie oder fehlende Arbeitskräfte die Wirtschaftlichkeit in Frage stellen, können sich die Unternehmen etwa durch Produktionsverlagerungen oder den verstärkten Import von Vorprodukten anpassen. Sie bleiben damit wettbewerbsfähig und attraktiv. Die Folge ist allerdings, dass die Investitionen mit zusätzlichen Arbeitsplätzen und damit auch zusätzlichen Einnahmen für den deutschen Staat und seine Sozialversicherungen ausbleiben.

#### Hinweise zu Anlagestrategie- Anlageempfehlung gem. § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. VO (EU) Nr. 596/2014

##### Allgemeines

Die Anlagestrategie- und/oder Anlageempfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) werden von der LeanVal Research GmbH nur zu Informationszwecken erstellt.

Weder die LeanVal Research GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der LeanVal Research GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden der LeanVal Research GmbH in Deutschland bestimmt. Sollte der ursprüngliche Empfänger die Analyse weiterleiten, so ist er verpflichtet, dies unter Einhaltung bestehender Regelungen und Gesetze zu tun und es ergibt sich hieraus keinerlei Verpflichtung der LeanVal Research GmbH gegenüber einer dritten Partei. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der LeanVal Research GmbH gestattet.

##### Informationsquellen

Sämtliche Analysen werden auf der Grundlage der Daten eines Datenanbieters sowie von allgemein zugänglichen Quellen („Informationen“) erstellt, die die LeanVal Research GmbH für zuverlässig hält. Die LeanVal Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der LeanVal Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und LeanVal Research GmbH haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die LeanVal Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen. Obwohl die Analysen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die LeanVal Research GmbH, deren Anteilseigner, Organe und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen, die aus in den Analysen enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Datenquelle für alle historischen Kurse ist Morningstar und LeanVal Research.

##### Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von der LeanVal Research GmbH analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, NAV-Bewertungen und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell. Die errechneten Scores (Value, Quality, Stability, Growth) sind das Ergebnis eines proprietären Modells der LeanVal Research GmbH. Sie ergeben sich aus dem Vergleich fundamentaler Kennzahlen des quantitativ analysierten Unternehmens im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen innerhalb eines Sektors (ggf. einer Region). Hinweise zur generellen Vorgehensweise befinden sich unter [www.leanval.investments](http://www.leanval.investments). Das absolute Kursziel und damit verbunden die absolute Einschätzung (unterbewertet, neutral überbewertet) ergeben sich unter Verwendungen eines in die Zukunft gerichteten DCF- oder ROIC (Return on Invested Capital) Verfahrens. Als Grundlage dienen hierbei die Schätzungen der zukünftigen Gewinne. Die Gewinnsschätzungen basieren entweder auf einem Konsensus oder werden von der LeanVal Research GmbH selbst vorgenommen.

##### Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die LeanVal Research GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen. Eine regelmäßige Aktualisierung dieses Dokuments ist nicht vorgesehen.

##### Compliance

Die LeanVal Research GmbH hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten überwacht.

##### Erläuterung der Empfehlungssystematik

Die relative Einschätzung basiert auf den verschiedenen Scores der einzelnen Unternehmen in den Bereichen Value, Quality, Stability, Growth und Momentum welche mit den Durchschnittswerten des Gesamtmarktes und/oder auch mit den jeweiligen Sektoren verglichen werden. Die Unternehmen werden auf einer Skala von 0 bis 100 eingestuft. Hieraus werden die drei Ratings „unattraktiv“ (0 bis 30 auf der Skala), „neutral“ (31 bis 70 auf der Skala) und „attraktiv“ (71 bis 100 auf der Skala) abgeleitet. Die relative Einschätzung kann sich aufgrund der hohen Komplexität der Scores und der vielfältigen Abhängigkeiten zwischen den analysierten Unternehmen kurzfristig ändern.

Das Ratingsystem der LeanVal Research GmbH für die absolute Bewertung umfasst die Ratings „unterbewertet“, „fair bewertet“ und „überbewertet“. Das Rating einer Aktie basiert auf der erwarteten Rendite für die kommenden sechs bis zwölf Monate. Die erwartete Rendite setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen. Änderungen des Diskontierungsfaktors oder der prognostizierten Cashflows können zu erheblichen Änderungen des Kursziels führen.

##### Ratingsystem der absoluten Bewertung:

Buy	Potenzial > +15%
Hold	Geringes Aufwärts- und Abwärtspotential
Sell	Potenzial < - 15%

##### Interessenkonflikte

In den Finanzanalysen sind Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit - der Mitarbeiter der LeanVal Research GmbH, die die Analyse erstellt haben, - der LeanVal Research GmbH als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen oder - der sonstigen für die LeanVal Research GmbH tätigen und an der Erstellung mit-wirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten, anzugeben. Offenlegungspflichtige Informationen über Interessen oder Interessenkonflikte liegen insbesondere vor, wenn

- wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen oder Unternehmen und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, bestehen,
- o.g. Personen oder Unternehmen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen (Market Making/ Designated Sponsoring),
- o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
- o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden waren oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielten, soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind,
- o.g. Personen oder Unternehmen mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen haben,
- o.g. Personen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahrnehmen oder
- o.g. Personen oder Unternehmen sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Emittenten haben, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

LeanVal Research GmbH  
Bleichstraße 52  
60313 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 9494 88 050  
E-Mail: [research@leanval.investments](mailto:research@leanval.investments)