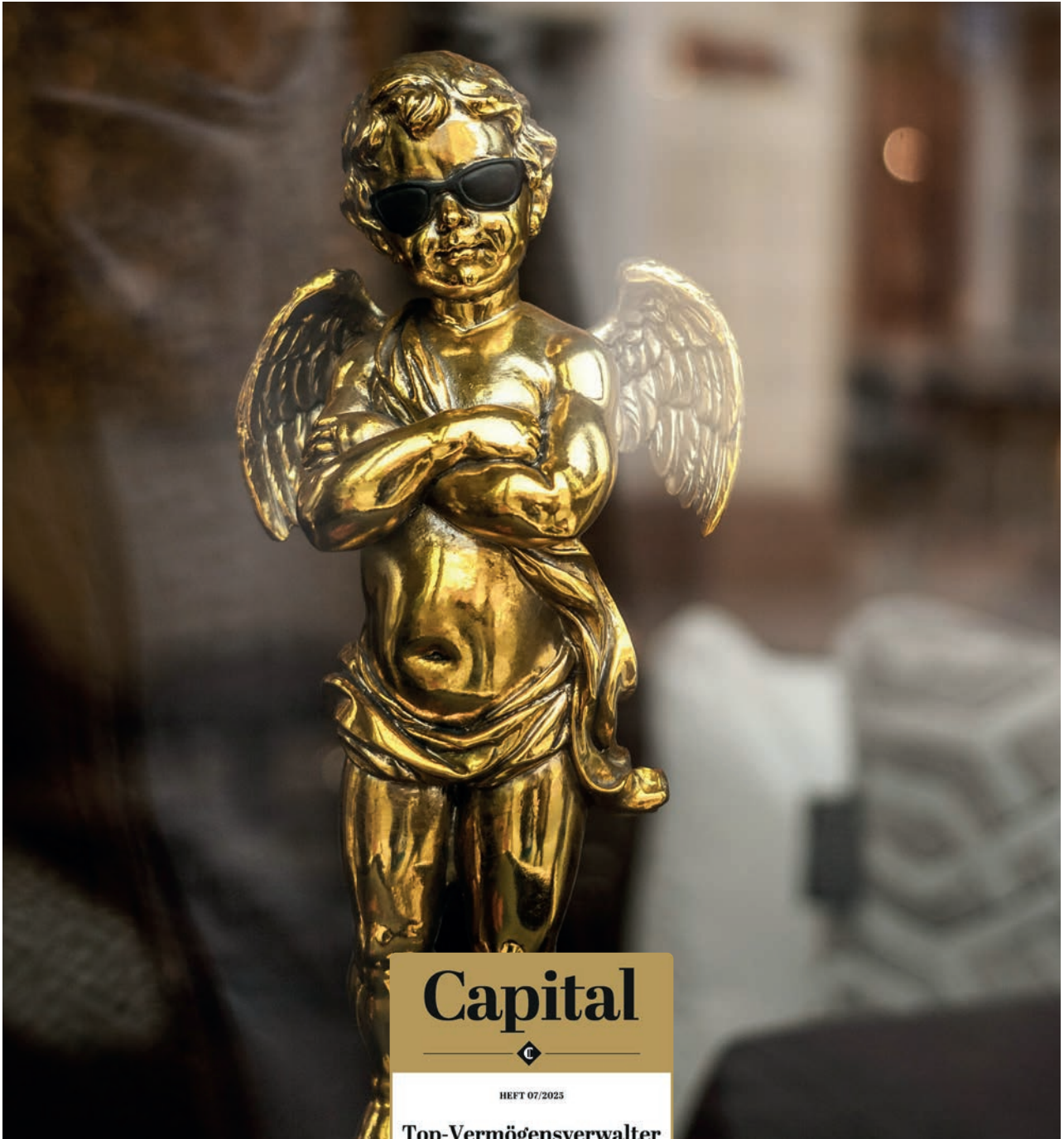


Showdown im Softwaresektor





Capital

HEFT 07/2025

Top-Vermögensverwalter

★★★★★

Höchstnote für
KIDRON

Quelle: Institut für Vermögensaufbau GÜLTIG BIS: 07/26
IM TEST: 118 Anbieter

**Top Vermögensverwalter im Capital Test 2025 –
zum siebten Mal in Folge**

Sehr geehrte Damen und Herren,

aufgrund der intensiven Berichterstattung über den Krieg im Nahen Osten kommt uns das bekannte Zitat des Münchner Humoristen Karl Valentin in den Sinn: „es ist schon alles gesagt, nur noch nicht von allen“. Entsprechend ist es uns wichtig in der neuen Ausgabe unseres K.Reports nicht über die Akteure und Gründe des Krieges zu urteilen, sondern objektiv das aktuelle Kapitalmarktgeschehen in unserem Marktreport für Sie zusammenzufassen.

In unserem Software-Branchenreport beleuchten wir die Hintergründe der aktuellen Kursschwäche dieses Sektors. Die einst von den Investoren aufgrund hoher Wachstumsraten und attraktiver Margen präferierten Aktien stehen zunehmend unter Druck im Angesicht der rasanten Entwicklungen bei der Künstlichen Intelligenz. Wir werfen ein Blick hinter die Kulissen und ordnen die Faktenlage für Sie ein.

Die letzten Monate haben wir genutzt, um das Aktienportfolio mit zwei neuen Einzelaktien zu erweitern. So haben wir mit den Aktien von Broadcom, einen wachstumsstarken Technologie-Konzern erworben, sowie mit den Valoren von ING einen attraktiven Dividendentitel. In unseren Aktienportraits stellen wir Ihnen unsere Neuengagements vor, die gerade in turbulenten Zeiten von der Qualität ihres Geschäftsmodells profitieren sollten.

Wir wünschen Ihnen eine angenehme Lektüre, bedanken uns herzlich für Ihr Vertrauen und die gute Zusammenarbeit. Genießen Sie den Frühling und bleiben Sie gesund.

Ihre KIDRON Vermögensverwaltung GmbH
Stuttgart, im April 2026

Marktreport – 1. Quartal 2026:

Zwischen geopolitischem Angebotsschock und fundamentaler Neubewertung

- Die globale Konjunktur zeigte sich zu Jahresbeginn stabil, verlor jedoch im Quartalsverlauf zunehmend an Dynamik
- Kapitalmärkte konsolidierten nach der starken Entwicklung 2025 und reagierten sensibler auf Makro- und Zinsimpulse
- Der Nahost-Konflikt entwickelte sich zum zentralen Markttreiber über Energiepreise, Inflation und Risikoprämien hinweg
- Geldpolitik agiert zurückhaltend, während die Ausgangslage sowie die Ziele der Fed und EZB differenziert
- Gewinnschätzungen bleiben hoch, zeigen jedoch erste Anzeichen regionaler und sektoraler Ermüdung
- Volatilität, Sektor Rotation und steigende Differenzierung prägen zunehmend das Marktumfeld

Das erste Quartal 2026 markiert damit weniger eine Trendwende als vielmehr eine Neubewertung des bestehenden Marktregimes. Liquidität und narrative Treiber treten in den Hintergrund, während Fundamentaldaten, Bewertungen und geopolitische Risiken wieder stärker in den Vordergrund rücken.

Makroökonomisches Umfeld: Stabilität mit wachsender Fragilität

Die globale Konjunktur startete solide ins Jahr 2026, entwickelte sich im Verlauf jedoch zunehmend heterogen. Während die Gesamtwachstumsraten weiterhin positiv bleiben, hat sich die innere Stabilität der Expansion spürbar abgeschwächt.

In den USA blieb der private Konsum zunächst robust und fungierte weiterhin als zentraler Wachstumstreiber. Bemerkenswert ist jedoch weniger die absolute Stärke als vielmehr die Struktur der Entwicklung: Die Haushalte haben sich sichtbar an das höhere Preisniveau angepasst, gleichzeitig steigen die kurzfristigen Inflationserwartungen erneut an. Diese Kombination aus stabiler Nachfrage und wieder anziehenden Preiserwartungen beschreibt ein Umfeld, das zunehmend von fragiler Normalisierung statt echter Stärke geprägt ist.

Der Arbeitsmarkt zeigt erste Ermüdungserscheinungen. Die Dynamik bei Neueinstellungen nimmt ab, Unternehmen agieren vorsichtiger, und der Lohndruck beginnt sich moderat zu entspannen. Während dies zwar kurzfristig disinflationär wirkt, erhöht es gleichzeitig die Unsicherheit hinsichtlich der Nachhaltigkeit des Konsums als tragender Säule der US-Wirtschaft.

In Europa bleibt das Bild deutlich schwächer. Der Dienstleistungssektor stabilisiert zwar weiterhin, die Industrie bleibt jedoch strukturell unter Druck. Besonders exportorientierte Volkswirtschaften wie Deutschland leiden unter einer Kombination aus schwacher globaler Nachfrage, hohen Energiepreisen und geopolitischer Unsicherheit.

Auffällig ist dabei die zunehmende Divergenz innerhalb der Datenlage: Während Unternehmensumfragen noch ein vergleichsweise stabiles Bild zeigen, verschlechtern sich Konsumentenindikatoren bereits deutlich. Gleichzeitig hat sich das geopolitische Umfeld durch die Eskalation im Nahen Osten spürbar verschärft.

Der Konflikt wirkt dabei klar als klassischer Angebotschock. Die gestörten Energieflüsse und steigenden Rohölpreise führen zu einem gleichzeitigen Inflations- und Wachstumsschock: Produktionskosten steigen, Kaufkraft sinkt, und die geldpolitischen Zielkonflikte verschärfen sich deutlich.

In der Folge steigen nicht nur die Energiepreise, sondern auch die makroökonomische Unsicherheit insgesamt. Frühindikatoren zeigen bereits erste Belastungen im Konsum- und Unternehmensvertrauen. Gleichzeitig mehren sich Hinweise, dass Analystenschätzungen die negative Wirkung des Konflikts auf Margen und Gewinne bislang nur unvollständig reflektieren.

Trotz dieser Belastungen bleibt der Welthandel insgesamt erstaunlich robust. Handelsvolumina wachsen weiterhin über dem globalen BIP. Treiber sind eine zunehmende Reorganisation globaler Lieferketten, stärkere regionale Diversifikation sowie die wachsende Bedeutung der Emerging Markets. Diese strukturelle Anpassung erzeugt mittelfristig neue Wachstumschancen, auch wenn sie kurzfristig mit Reibungsverlusten verbunden ist.

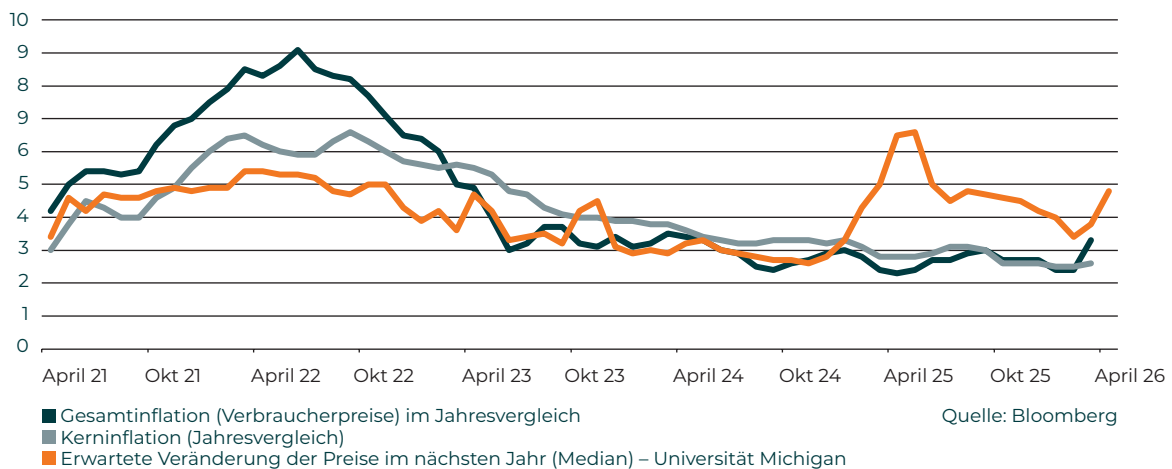
Geldpolitik: Zwischen Inflationsschock, divergierenden Mandaten und begrenztem Handlungsspielraum

Die geldpolitische Ausgangslage hat sich im ersten Quartal 2026 weiter kompliziert und unterscheidet sich deutlich von früheren Zyklen. Anders als in klassischen Abschwächungsphasen bewegen sich die großen Notenbanken nicht in einem klar disinflationären Umfeld oder einer ausgeprägten Lockerungspolitik, sondern in einem Spannungsfeld aus schwächerem Wachstum, wieder anziehenden Inflationsrisiken und begrenztem geldpolitischem Spielraum.

Die US-Notenbank Federal Reserve verfolgt dabei weiterhin einen datenabhängigen, stark risikoorientierten Ansatz. Die Leitzinsen wurden im ersten Quartal unverändert gehalten, während die Kommunikation zunehmend die Unsicherheit über den weiteren Inflationsspfad betont. Entscheidend ist dabei die veränderte Priorisierung: Während in der Vergangenheit konjunkturelle Risiken häufig im Vordergrund standen, rücken aktuell wieder Inflationsrisiken und insbesondere Zweitrundeneffekte stärker in den Fokus.

Der jüngste geopolitische Spannungsanstieg im Nahen Osten wirkt dabei klar als klassischer Angebotsschock, der sich primär über den Energiesektor in die Gesamtwirtschaft überträgt. Steigende Öl- und Gaspreise wirken gleichzeitig inflationsverstärkend und wachstumsdämpfend und erschweren damit die geldpolitische Kalibrierung erheblich. Für die Fed bedeutet dies, dass der Spielraum für frühzeitige Zinssenkungen deutlich eingeschränkt ist, solange die Energiepreisdynamik die Inflationserwartungen stabil nach oben verankert.

Inflation bleibt deutlich über dem 2 %-Ziel – US-Verbraucher erwarten zudem weiter steigende Preise



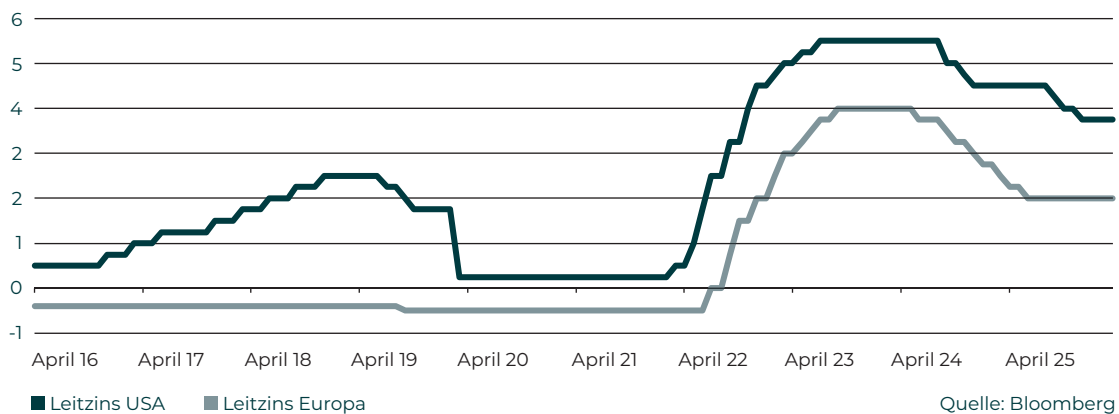
Auffällig ist zudem die zunehmende Verschiebung der Markterwartungen. Während zu Jahresbeginn noch ein klarer Lockerungspfad eingepreist war, hat sich das Bild zuletzt deutlich gedreht. Teilweise wird am Markt sogar wieder über die Möglichkeit diskutiert, dass der Zinssenkungszyklus bereits beendet sein könnte. Diese Neubewertung unterstreicht, wie sensitiv die Geldpolitik aktuell auf externe Preisschocks reagiert und wie schnell sich Erwartungsregime verschieben können.

Die Europäische Zentralbank steht in einem noch komplexeren Umfeld. Einerseits ist die konjunkturelle Schwäche in der Eurozone ausgeprägter als in den USA, andererseits wirkt der Energiepreisschock aufgrund der höheren Importabhängigkeit deutlich stärker und unmittelbarer auf die Inflation. Damit befindet sich die EZB in einem klassischen Zielkonflikt zwischen Wachstumsstützung und Inflationsbekämpfung.

Im Gegensatz zur US-Notenbank verfügt die EZB dabei jedoch nur über ein einziges Mandat – die Sicherung der Preisniveaustabilität. Diese institutionelle Einengung verstärkt den geldpolitischen Zielkonflikt zusätzlich, da konjunkturelle Unterstützung nur insoweit möglich ist, wie sie mit dem Inflationsziel vereinbar bleibt. In der Praxis führt dies zu einer tendenziell restriktiveren Grundhaltung, selbst in einem Umfeld schwächerer Wachstumsdynamik.

Hinzu kommt, dass die Wirkung der Geldpolitik in der Eurozone deutlich uneinheitlicher ausfällt als in den USA. Unterschiedliche Staatsverschuldung, fiskalische Spielräume und Inflationsentwicklungen führen dazu, dass sich Zinsentscheidungen nicht in allen Ländern gleich auswirken. Der zuletzt deutliche Anstieg der langfristigen Renditen – insbesondere in den stärker verschuldeten Ländern – verschärft diese Unterschiede zusätzlich. Für Unternehmen und Staaten steigen damit die Finanzierungskosten spürbar, was faktisch wie eine zusätzliche geldpolitische Straffung wirkt.

Leitzinsen Europa und USA



Ein weiterer wichtiger Aspekt ist das aktuelle Zinsniveau im historischen Kontext. Sowohl in den USA als auch in Europa liegt der Realzins – also der nominale Zins abzüglich Inflationserwartungen – inzwischen im neutralen bis leicht restriktiven Bereich. Das bedeutet, dass die Geldpolitik insgesamt weniger stimulierend wirkt als in den Jahren nach der Pandemie, obwohl die Konjunktur keine klassische Überhitzung mehr zeigt. Diese Konstellation erhöht die Bedeutung von externen Schocks erheblich, da das System weniger „Puffer“ besitzt als in früheren Phasen expansiver Geldpolitik.

Wir bei KIDRON sehen die aktuelle geldpolitische Phase daher als Übergang von einem aktiv steuernden zu einem stärker reaktiven Regime. Zentralbanken reagieren weniger proaktiv auf Konjunkturverläufe, sondern stärker auf inflationsseitige Überraschungen und Finanzmarktstabilität. Insbesondere der Energiesektor entwickelt sich dabei zunehmend zum entscheidenden Taktgeber für geldpolitische Erwartungen.

Insgesamt bleibt das geldpolitische Umfeld damit von hoher Unsicherheit geprägt. Die Kombination aus geopolitischem Angebotsschock, divergierenden Mandaten und eingeschränkter geldpolitischer Flexibilität führt dazu, dass sich klare Zinszyklen zunehmend auflösen und durch ein volatileres, stärker datengetriebenes Regime ersetzt werden.

Kapitalmärkte: Konsolidierung und strukturelle Rotation

Nach der starken Marktbewegung des Jahres 2025 traten die Kapitalmärkte im ersten Quartal 2026 in eine Phase der Konsolidierung ein. Diese war weniger durch eine klassische Korrektur geprägt, sondern vielmehr durch eine Neubewertung von Risiko, Wachstum und Bewertung.

Charakteristisch war eine gleichzeitige Schwäche von Aktien- und Anleihemärkten in Teilphasen – ein Muster, das typischerweise in Umfeldern steigender Inflationsrisikoprämien auftritt. Gleichzeitig nahm die Differenzierung innerhalb der Märkte deutlich zu: Regionen, Sektoren und Einzeltitel entwickelten sich zunehmend unabhängig voneinander.

Innerhalb der Aktienmärkte setzte sich die Verschiebung von narrativ getriebenem zu stärker fundamental orientiertem Investieren fort. Besonders sichtbar wurde diese Entwicklung im Technologiesektor. Während das Thema Künstliche Intelligenz strukturell weiterhin als einer der zentralen Wachstumstreiber gilt, hat sich die Diskussion deutlich differenziert.

Im Fokus der Korrektur stand dabei insbesondere die Softwarebranche. Nach Jahren hoher Wachstumsprämien und ambitionierter Bewertungen stellen Investoren zunehmend die Frage, inwieweit klassische Softwaremodelle durch generative KI strukturell unter Druck geraten könnten. Insbesondere standardisierte Anwendungen mit geringer Differenzierung und begrenzten Netzwerkeffekten wurden deutlich abgewertet.

Der Markt hinterfragt dabei zunehmend zwei zentrale Aspekte: Zum einen die Nachhaltigkeit bestehender Geschäftsmodelle in einem Umfeld, in dem KI-Funktionalitäten zunehmend direkt in Plattformen integriert werden. Zum anderen die Fähigkeit vieler Anbieter, ihre Produkte künftig noch in der bisherigen Form zu monetarisieren. In der Folge verschiebt sich der Fokus deutlich – weg von reinem Wachstumspotenzial hin zu belastbaren Geschäftsmodellen, Preissetzungsmacht und tatsächlicher Cashflow-Generierung.

Unternehmen mit klarer Marktstellung, hoher Kundenbindung und strukturellem Wettbewerbsvorteil zeigen sich in diesem Umfeld deutlich robuster, während Anbieter mit austauschbaren Lösungen und begrenzter Differenzierung überproportional unter Druck geraten sind. Mehr dazu erfahren Sie in unserem Branchenupdate auf den kommenden Seiten.

Europa zeigte sich in diesem Umfeld gemischt. Einerseits profitieren europäische Märkte von einer geringeren Konzentration auf wenige große Technologiewerte. Andererseits belasten strukturelle Faktoren wie Energieabhängigkeit, schwächeres Gewinnmomentum und geringere Wachstumserwartungen die relative Entwicklung.

Die Anleihemärkte standen ebenfalls unter deutlichem Anpassungsdruck. Der Anstieg der mittel- und langfristigen Renditen reflektierte primär die Rückkehr von Inflationsrisikoprämien sowie eine veränderte Erwartung an den geldpolitischen Pfad. Dabei zeigt sich zunehmend, dass der Markt aktuell weniger auf konjunkturelle Abschwächung reagiert, sondern stärker auf potenzielle Inflationsüberraschungen – ein klassisches Merkmal eines angebotsgetriebenen Schocks.

Gewinnberichtssaison: Hohe Erwartungen treffen auf Realitätscheck

Die laufende Berichtssaison entwickelt sich zunehmend zum zentralen Belastungstest für die Märkte. Nach einer Phase kontinuierlich steigender Gewinnerwartungen steht nun die Frage im Raum, ob die fundamentale Realität diesen Erwartungen noch entspricht.

In den USA bleibt das Gewinnbild auf aggregierter Ebene zunächst robust. Für die großen Indizes wird weiterhin ein Gewinnwachstum von rund 14 % gegenüber dem Vorjahr erwartet, womit sich die Serie zweistelliger Wachstumsquartale auf sechs Quartale in Folge verlängern würde – die längste Phase seit über einem Jahrzehnt.

Gleichzeitig hat sich der Konsens für das Gesamtjahr 2026 zuletzt nochmals nach oben verschoben. Die Gewinnerwartungen liegen inzwischen bei einem Anstieg von über 19 %, nachdem sie noch wenige Wochen zuvor bei rund 15 % lagen. Diese Aufwärtsrevisionen zeigen, wie stark der Markt weiterhin von positiven Erwartungsdynamiken getragen wird – erhöhen jedoch gleichzeitig die Fallhöhe im Falle negativer Überraschungen.

Die sektorale Differenzierung bleibt außergewöhnlich ausgeprägt. Während der Technologiesektor erneut mit Gewinnzuwächsen von über 40 % als zentraler Wachstumstreiber fungiert, zeigen andere Bereiche deutlich schwächere oder teilweise rückläufige Entwicklungen. Besonders auffällig ist der Gesundheitssektor, in dem Rückgänge von rund 10 % erwartet werden. Diese Konzentration auf wenige Sektoren erhöht die Abhängigkeit der Gesamtmärkte erheblich.

In Europa zeigt sich ein deutlich moderateres Bild. Für den STOXX 600 wird ein Gewinnwachstum von etwa 4 % im laufenden Jahr erwartet, nach einem Rückgang im Vorjahr. Allerdings wird dieses Wachstum im Wesentlichen vom Energiesektor getragen, der von den gestiegenen Ölpreisen profitiert. Ohne diesen Effekt zeigt sich ein Gesamtmarkt, der nur knapp über Stagnation wächst. Strukturell bleibt zudem die Diskrepanz zwischen Umsatz- und Gewinnwachstum auffällig. Gewinne steigen seit mehreren Quartalen schneller als Umsätze, getrieben durch konsequente Kostendisziplin, Effizienzprogramme und Restrukturierungen. Dies stabilisiert kurzfristig die Margen, wirft jedoch die zentrale Frage nach der Nachhaltigkeit dieses Gewinnwachstums auf.



Fazit und Ausblick

Das erste Quartal 2026 steht für eine schrittweise, aber klar erkennbare Verschiebung im Marktregime. Die globale Wirtschaft bleibt grundsätzlich wachsend, verliert jedoch an Dynamik und innerer Stabilität. Gleichzeitig nehmen geopolitische Risiken und Energiepreise eine zunehmend zentrale Rolle für Inflation, Geldpolitik und Unternehmensentwicklung ein.

Die Kapitalmärkte reagieren darauf mit höherer Volatilität, stärkerer Differenzierung und einer klaren Rückkehr zur Fundamentalanalyse. Geldpolitik bleibt ein wichtiger, aber weniger verlässlicher Stabilitätsanker.

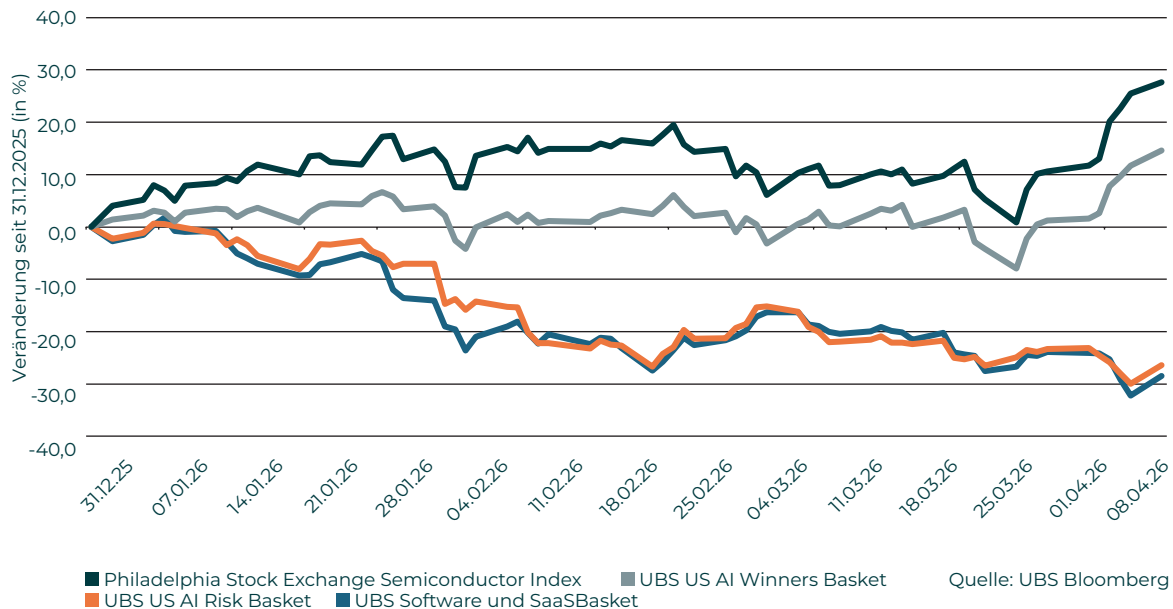
Für Investoren ergibt sich damit ein Umfeld, das selektiver, anspruchsvoller und weniger eindimensional ist als in den Vorjahren. Bei KIDRON sehen wir diese Phase klar als Übergang in einen reiferen Zyklus, in dem Einzeltitelselektion, Bewertungsdisziplin und makroökonomisches Verständnis wieder stärker in den Vordergrund treten.

High Noon – Software im Spannungsfeld zwischen KI-Angst und Ertragsrealität

Der Softwaresektor befindet sich in den vergangenen Wochen und Monaten in einer der ungewöhnlichsten Marktphasen der letzten Dekade. Während die operativen Fundamentaldaten vieler Unternehmen weiterhin stabil erscheinen, hat sich die Bewertungslogik spürbar verschoben. Der Markt preist zunehmend ein Szenario ein, in dem künstliche Intelligenz die bestehende Monetarisierung von Software unter strukturellem Druck setzen könnte – insbesondere klassische Lizenz- und SaaS-Modelle, bei denen die Preisgestaltung an die Anzahl der Nutzer gekoppelt ist.

Diese Neubewertung erfolgt nicht graduell, sondern diskontinuierlich. In einzelnen Segmenten haben sich die Bewertungen innerhalb weniger Monate halbiert, obwohl sich die zugrundeliegenden Umsatz- und Gewinnentwicklungen nur moderat verändert haben. Der Markt reagiert damit weniger auf tatsächliche Ergebnisverschlechterung als auf eine Neujustierung langfristiger Unsicherheiten.

Marktentwicklung: Software, KI-Aktien und Halbleiter im Überblick

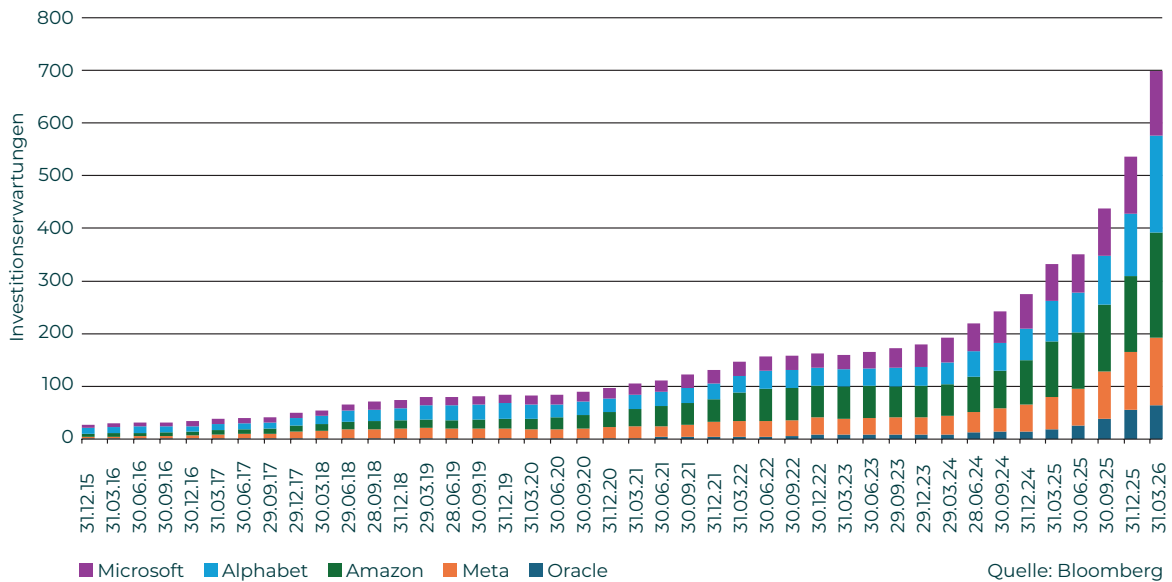


Zwischen Narrative und Zahlen: ein auseinanderlaufendes Bild

Auffällig ist die wachsende Divergenz zwischen Kursentwicklung und operativer Realität. Viele Softwareunternehmen berichten weiterhin stabile bis besser als erwartete Ergebnisse, während Analystenschätzungen für Gewinne in mehreren Large-Cap-Segmenten zuletzt eher nach oben als nach unten angepasst wurden.

Gleichzeitig bleibt die Kapitalnachfrage im KI-Ökosystem außergewöhnlich hoch. Die Investitionen der großen Cloud- und Plattformanbieter liegen deutlich über den ursprünglichen Erwartungen und sorgen für eine weiterhin robuste Nachfrage nach angrenzender Software- und Infrastrukturintegration. Damit entsteht ein Umfeld, in dem nicht die Nachfrage bricht, sondern die Bewertungsannahmen steigen.

Hyperscaler – Investitionsprognosen für 12 Monate im Voraus



Die zentrale Marktfrage: Disruption oder Fehlpreisung?

Im Kern steht die Frage, ob KI bestehende Softwaremodelle tatsächlich ökonomisch verdrängt oder lediglich deren Wertverteilung verschiebt. Der Markt preist aktuell ein Szenario ein, in dem KI-Agenten langfristig Teile klassischer Softwareoberflächen ersetzen, Einstiegshürden senken und damit Preissetzungsmacht erodieren könnten.

Dieses Szenario ist theoretisch plausibel, aber operativ bislang nur selektiv sichtbar. Realistisch ist derzeit eher eine Differenzierung als eine flächendeckende Disruption: Software wird nicht homogen ersetzt, sondern entlang ihrer strukturellen Tiefe neu bewertet.

Gewinner und Verlierer innerhalb des Software-Stacks

1. Kritische Kernsysteme

Plattformen wie Unternehmensressourcenplanungssystem-, Zahlungs-, Banking- oder Compliance-Systeme bleiben schwer ersetzbar. Sie sind tief in Unternehmensprozesse integriert, hoch reguliert und mit hohen Wechselkosten verbunden. Hier bleibt Preissetzungsmacht strukturell erhalten.

2. Integrations- und Workflow-Software

Anwendungen mit stärker modularer Struktur und geringerer Datenhoheit stehen stärker unter Druck. Je niedriger die Einbindung in kritische Unternehmensdaten und Prozesse, desto höher die potenzielle Austauschbarkeit durch KI-gestützte Alternativen.

3. Infrastruktur- und Security-Software

Dieser Bereich zeigt sich bislang relativ robust, da KI selbst zusätzlichen Bedarf an Rechenleistung, Datenkontrolle und Sicherheit erzeugt. Hier wirkt KI eher als Nachfrageverstärker denn als Substitutionskraft.

Bewertungsrealität: der stärkste Reset seit Jahren

Die Bewertungsanpassung im Softwaresektor ist erheblich. Viele führende Titel haben sich von Premium-Multiples deutlich entfernt und handeln nun in einem Bereich, der historisch eher einem „de-risked growth“ Szenario entspricht.

Zur Einordnung

Viele hochwertige Softwareunternehmen zeigen weiterhin gute operative Kennzahlen:

- Umsatzwachstum im mittleren bis hohen Zehnerbereich
- Bruttomargen im Bereich von 70–85 %
- Die sogenannte Rule-of-40-Werten häufig zwischen 35 und 60

Die Rule of 40 verbindet Wachstum und Profitabilität zu einer einzigen Kennzahl. Ein Wert von 40 gilt als solide, Werte zwischen 40 und 60 als sehr stark. Sie wird vor allem bei Anbietern von cloudbasierter Software (SaaS) genutzt, um die Qualität eines Geschäftsmodells zu beurteilen.

Trotz der zuletzt gesunkenen Bewertungen erfüllen viele Unternehmen diese Kennzahl weiterhin deutlich. Gleichzeitig sind die Bewertungen stark gefallen, besonders im Verhältnis zum Umsatz und zum freien Geldfluss der Unternehmen. In vielen Fällen bedeutet das aktuelle Bewertungsniveau entweder:

- eine deutliche dauerhafte Wachstumsverlangsamung oder
- strukturell sinkende Margen über die nächsten Jahre

Beides ist in den aktuellen Ergebnisdaten jedoch nur begrenzt erkennbar.

Kapitalmarktmechanik: Risikoaufschlag statt Fundamentaldatenbruch

Ein wesentlicher Treiber der Korrektur ist weniger eine Verschlechterung der aktuellen Gewinne, sondern eine Ausweitung der geforderten Risikoprämie. Der Markt bewertet Softwareaktien zunehmend unter der Annahme, dass langfristige Cashflows unsicherer geworden sind.

Diese Unsicherheit führt zu einer paradoxen Situation:

- kurzfristig stabile oder sogar steigende Gewinne
- gleichzeitig sinkende Bewertungsmultiplikatoren
- steigende Volatilität in den langfristigen Annahmen

Das Ergebnis ist ein Markt, der stärker durch Narrative als durch Bilanzrealität getrieben wird.

Strukturkonflikt: KI als Effizienztreiber und Disruptionsrisiko zugleich

KI wirkt im Softwaresektor in zwei entgegengesetzte Richtungen:

Einerseits erhöht sie Effizienz, beschleunigt Entwicklung und erweitert potenziell die adressierbaren Märkte durch Automatisierung und neue Anwendungsfälle. Andererseits senkt sie potenziell Eintrittsbarrieren und erhöht Wettbewerbsintensität, insbesondere in standardisierten Anwendungen ohne tiefen Datengraben.

Dieser Dualeffekt macht die Bewertung einzelner Geschäftsmodelle komplexer und erklärt die zunehmende Spreizung innerhalb des Sektors.

Berichtssaison als entscheidender Realitätscheck

Die kommende Berichtssaison wird für den Sektor ein zentraler Katalysator. Der Markt wird dabei weniger auf historische Ergebnisse reagieren als auf drei zentrale Signale:

Erstens, ob sich das Kundenverhalten tatsächlich verändert. Zweitens, ob KI bereits messbare Auswirkungen auf Umsatzwachstum, Preisgestaltung oder Produktmix zeigt. Drittens, wie konservativ oder stabil die Ausblicke der Managements für die kommenden Quartale ausfällt.

Besonders entscheidend wird sein, ob Unternehmen in der Lage sind, KI nicht nur als Kostenfaktor, sondern als Umsatztreiber zu monetarisieren.



Fazit – ein Markt zwischen Überreaktion und realem Strukturwandel

Der Softwaresektor befindet sich aktuell in einer Übergangsphase, in der sich Bewertungsnarrative deutlich schneller bewegen als operative Fundamentaldaten. Die Korrektur spiegelt dabei sowohl berechnete strukturelle Fragen als auch eine ausgeprägte Risikoüberzeichnung wider.

Während einzelne Geschäftsmodelle tatsächlich unter langfristigem Disruptionsdruck stehen könnten, zeigen viele Kernplattformen bislang eine hohe Resilienz und stabile Cashflow-Generierung.

Für Investoren entsteht damit kein einfacher Bewertungsboden, sondern ein selektives Umfeld: Die Spreizung zwischen strukturell robusten und potenziell vulnerablen Geschäftsmodellen nimmt zu, während der Markt weiterhin in der Phase der Neujustierung der langfristigen Gewinner-Verlierer-Struktur ist. Der „High Noon“-Moment beschreibt damit weniger einen finalen Wendepunkt, sondern vielmehr eine Phase maximaler Unsicherheit über die wahre Dauerhaftigkeit von Softwareerträgen im Zeitalter künstlicher Intelligenz.

Keine Qualität ohne Wachstum – kein Wachstum ohne Qualität, und beides nicht zu jedem Preis. Bei KIDRON investieren wir in Unternehmen, die nachhaltiges Wachstum mit hoher Qualität verbinden und deren Bewertung in einem fairen Verhältnis zu ihrem langfristigen Potenzial steht. Unsere Philosophie vereint Unabhängigkeit, Substanz und Weitblick – für Investments, die auch in Zukunft Bestand haben.



Im Rahmen unserer Portfoliostrategie investieren wir gezielt in Unternehmen, die strukturelle Wachstumstrends nicht nur abbilden, sondern frühzeitig in realisierte Cashflows übersetzen. Der aktuelle KI-Investitionszyklus zählt zu den kapitalintensivsten technologischen Umbrüchen der vergangenen Jahrzehnte, unterscheidet sich jedoch fundamental von früheren Innovationswellen: Die erste Phase der Wertschöpfung entsteht nicht auf der Anwendungsebene, sondern in der physischen Infrastruktur – in Rechenzentren, Netzwerken und spezialisierter Halbleiterarchitektur.

Vor diesem Hintergrund haben wir Broadcom neu in das Portfolio aufgenommen. Die Investmentthese ist unmittelbar mit der Investitionsdynamik der großen Hyperscaler wie Alphabet, Amazon und Microsoft verknüpft, die ihre Kapitalausgaben im Bereich KI-Infrastruktur zuletzt nochmals deutlich ausgeweitet haben. Allein dieser Investitionszyklus bewegt sich inzwischen in einer Größenordnung von mehreren hundert Milliarden US-Dollar jährlich – mit weiterhin steigender Tendenz und mehrjährigen Ausbauplänen.

Direkte Monetarisierung eines bereits laufenden Investitionszyklus

Entscheidend für die Einordnung von Broadcom ist die zeitliche Struktur dieses Wachstumszyklus. Während der Kapitalmarkt weiterhin stark auf die zukünftige Monetarisierung von KI-Anwendungen fokussiert bleibt, werden die zugrunde liegenden Infrastrukturinvestitionen bereits heute in großem Umfang umgesetzt und in Umsatzströme übersetzt. Genau hier entsteht der zentrale Unterschied zwischen Erwartungswert und Realisierung.

Broadcom ist damit kein reiner zukünftiger KI-Gewinner, sondern ein direkter Profiteur der aktuellen Investitionsentscheidungen der großen Cloud-Plattformanbieter („Hyperscaler“). Diese Dynamik wird durch langfristige, projekt-basierte Entwicklungs- und Lieferbeziehungen untermauert.

Ein zentraler Baustein ist die strategische Zusammenarbeit mit Alphabet im Bereich kundenspezifischer KI-Beschleuniger (u. a. Tensor Processing Units), die auf einen mehrjährigen Entwicklungsplan bis in die zweite Hälfte des Jahrzehnts ausgelegt ist. Parallel dazu zeigt die Skalierung generativer KI-Anwendungen bei großen Cloud-Kunden u. a. auch im Umfeld von Anthropic und Google Cloud, dass Rechenzentrumsinfrastruktur zunehmend in Gigawatt-Kategorien geplant wird – ein Indikator für die industrielle Größenordnung des aktuellen Ausbaus.

Diese Projekte verdeutlichen, dass KI-Capex nicht nur angekündigt, sondern bereits in konkrete, langfristige Infrastrukturprogramme überführt wird.

Systemkritischer Infrastrukturpartner mit hoher Visibilität

Das Geschäftsmodell von Broadcom konzentriert sich auf zwei zentrale Engpassbereiche moderner KI-Infrastruktur:

- Hochleistungsnetzwerke (insbesondere Switches und Connectivity für Hyperscale-Rechenzentren)
- Kundenspezifische Halbleiterlösungen (ASICs), die gemeinsam mit Hyperscalern entwickelt und exakt auf deren Anforderungen zugeschnitten werden

Diese kundenspezifische Entwicklungslogik führt zu einer tiefen technologischen und operativen Integration. Anders als bei Standardchips entstehen hier keine austauschbaren Produkte, sondern langfristig eingebettete Systemlösungen. Dies erhöht die Wechselkosten erheblich und schafft strukturelle Preissetzungsmacht innerhalb der jeweiligen Architektur.

Die daraus resultierende Visibilität spiegelt sich zunehmend in der Größenordnung der adressierten Nachfrage wider. Der KI-bezogene Auftragsbestand (Backlog) liegt nach Unternehmensangaben inzwischen bei rund 73 Milliarden US-Dollar und bildet damit eine außergewöhnlich hohe Umsatzabdeckung für die kommenden Jahre.

Parallel hat das Management mittel- bis langfristig eine KI-Umsatzgröße im Bereich von über 100 Milliarden US-Dollar jährlich als Zielkorridor in Aussicht gestellt. Unabhängig von der exakten Zielerreichung verdeutlicht dies die Skalierungsdynamik, die aus der tiefen Einbettung in Hyperscaler-Infrastrukturen resultiert.

Wiederkehrende Umsätze und strukturelle Qualitätsverbesserung

Ergänzt wird das Halbleitergeschäft durch das Softwaresegment, das maßgeblich durch die Integration von VMware geprägt ist. Diese Akquisition hat den Anteil wiederkehrender Umsätze signifikant erhöht und verschiebt die Gesamtstruktur des Unternehmens in Richtung planbarer, abonnementähnlicher Cashflows.

Damit reduziert sich die klassische Zyklizität des Halbleitergeschäfts zumindest teilweise, da ein wachsender Anteil der Erlöse nicht mehr direkt von kurzfristigen Investitionszyklen, sondern von laufenden Enterprise-IT-Strukturen abhängt. Broadcom entwickelt sich dadurch zunehmend zu einem hybriden Infrastrukturkonzern, der sowohl physische Netzwerktechnologie als auch softwarebasierte Steuerungsschichten moderner Cloud-Architekturen abdeckt.

Investmentlogik: Zeitvorteil innerhalb der KI-Wertschöpfung

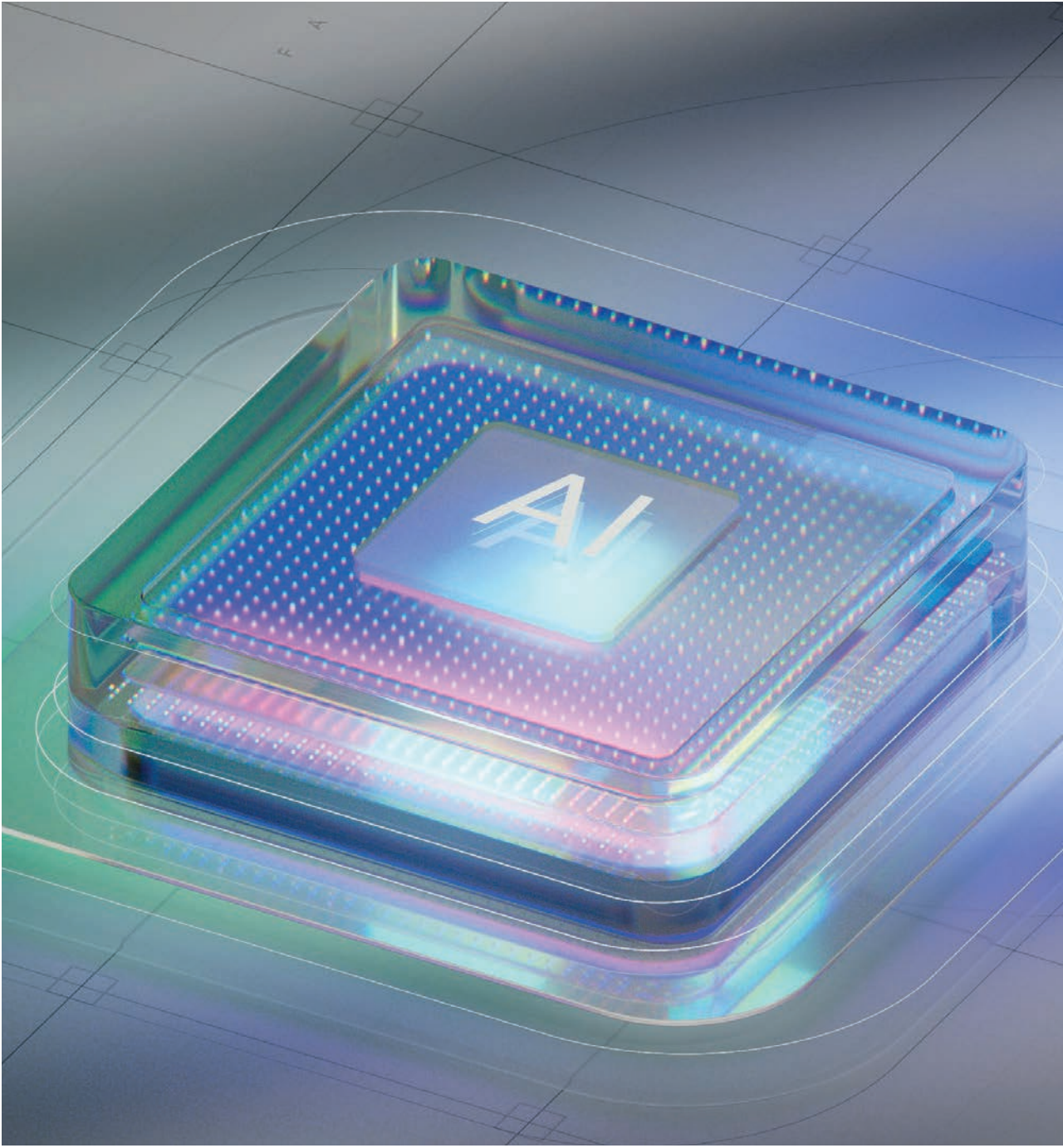
Der zentrale Investmentaspekt liegt in der zeitlichen Asymmetrie innerhalb des KI-Ökosystems. Während viele Geschäftsmodelle noch stark von der zukünftigen Monetarisierung von KI-Anwendungen abhängig sind und gerade stark in der Diskussion stehen, partizipiert Broadcom bereits heute direkt an den Infrastrukturentscheidungen der Hyperscaler.

Die daraus resultierenden Umsatzströme sind nicht erwartungsgetrieben, sondern eng an bereits laufende Investitionsprogramme gekoppelt. Genau diese Verbindung aus Sichtbarkeit, Vertragsstruktur und technologischem Lock-in war ein wesentlicher Treiber unserer Investitionsentscheidung. Broadcom ermöglicht damit ein direktes Investment auf den Industrialisierungsprozess der KI-Infrastruktur – in einer Phase, in der der Kapitalfluss noch klar in die physische Aufbauphase des Ökosystems geht.

Fazit – Infrastruktur als unterschätzter Kern der KI-Ökonomie

Broadcom steht exemplarisch für die Verschiebung der Wertschöpfung innerhalb der Technologiebranche hin zu infrastrukturell getriebenen Geschäftsmodellen. Das Unternehmen adressiert zwei zentrale Engpässe moderner KI-Systeme: den Datentransport innerhalb hochskalierter Rechenzentren sowie die spezialisierte Rechenleistung selbst.

In einem Umfeld weiter steigender Investitionsausgaben der großen Cloud-Anbieter entsteht daraus eine außergewöhnlich sichtbare und fundamental getriebene Wachstumsperspektive. Für unser Portfolio stellt Broadcom damit kein reines Technologieinvestment dar, sondern ein gezieltes Engagement in die physische Umsetzung der KI-Revolution – mit direkter Partizipation an den aktuellen Kapitalströmen der Hyperscaler und einem Geschäftsmodell, das bereits heute in erheblichem Umfang von der industriellen Realität dieses Zyklus profitiert.



Keine Qualität ohne Wachstum – kein Wachstum ohne Qualität, und beides nicht zu jedem Preis. Bei KIDRON investieren wir in Unternehmen, die nachhaltiges Wachstum mit hoher Qualität verbinden und deren Bewertung in einem fairen Verhältnis zu ihrem langfristigen Potenzial steht. Unsere Philosophie vereint Unabhängigkeit, Substanz und Weitblick – für Investments, die auch in Zukunft Bestand haben.



Im Rahmen unserer Portfoliostrategie betrachten wir Banken heute weniger als klassische Zykliker, sondern als kapitalintensive Plattformen zur Generierung von Eigenkapitalrendite, bei denen sich Investmentqualität primär über Stabilität der Erträge, Effizienz der Kostenstruktur und die Nachhaltigkeit der Kapitalrückführung definiert. Das aktuelle Zinsumfeld hat diese Logik nicht neu erfunden, aber es hat sie sichtbar gemacht: Kapitalstarke Institute mit disziplinierter Bilanzsteuerung generieren wieder strukturell attraktive Eigenkapitalrenditen bei gleichzeitig hoher Ausschüttungsfähigkeit.

Vor diesem Hintergrund haben wir ING Groep neu aufgenommen. Die Investmentthese basiert auf einer kombinierten Ertrags- und Kapitalrendite-Story: einer Eigenkapital-Rendite von rund 13,2–13,5 %, einer harten Eigen-Kapitalquote von ca. 13 %, sowie einer konsequenten Kapitalrückführungspolitik mit einer Gesamtausschüttung von rund 7,3 Mrd. Euro im letzten Jahr, davon ca. 3,7 Mrd. Euro Dividenden und 3,6 Mrd. Euro Aktienrückkäufe. Damit bewegt sich ING in einem Bereich, in dem Banken nicht nur Gewinne erwirtschaften, sondern diese systematisch in Aktionärsrendite transformieren.

Strukturelle Skalierung im europäischen Retail Banking

Mit über 10 Millionen Kunden ist ING die drittgrößte Bank in Deutschland und insgesamt mit rund 41 Millionen Kunden in Europa ein skaliertes Marktführer im digitalen Privatkundengeschäft. Besonders relevant ist dabei die hohe digitale Durchdringung: rund 38 % der Kunden nutzen überwiegend das Smartphone für ihre Bankgeschäfte, was die Plattformlogik des Geschäftsmodells unterstreicht und die Kostenstruktur langfristig stabilisiert.

Diese digitale Kundenbasis ermöglicht eine Form von organischem Wachstum, das nicht über physische Expansion, sondern über Intensivierung bestehender Kundenbeziehungen und Produktdurchdringung erfolgt. Für die Ertragsqualität bedeutet das eine geringere Kapitalintensität je Wachstumseinheit.

Zinsmarge als struktureller Ertragsanker – nicht als zyklischer Peak

Die Normalisierung der Zinsen in Europa wirkt bei ING weniger als kurzfristiger Gewinnpeak, sondern als Stabilisierung der Nettozinsertragsbasis. Bei einem stabilen Gesamtumfeld von rund 24 Mrd. Euro Gesamterträgen und etwa 13 Mrd. Euro operativen Kosten ergibt sich eine hohe operative Hebelwirkung auf das Vorsteuerergebnis.

Entscheidend ist dabei, dass der Zinsüberschuss nicht nur von der Höhe der Leitzinsen abhängt, sondern von der Stabilität der Einlagenbasis und der Fähigkeit, diese effizient in Kredite mit kontrolliertem Risiko zu transformieren. Genau hier zeigt sich der strukturelle Vorteil des Retail- und SME-Fokus von ING in Europa.

Kapitalrückführung als strukturelles Geschäftsmodell

Ein zentraler Bestandteil der Investmentlogik ist die konsequente Kapitalrückführung. ING erzielt nicht nur stabile Erträge, sondern arbeitet mit einer klar definierten Kapitalallokationspolitik, bei der überschüssiges Eigenkapital regelmäßig an Aktionäre zurückgeführt wird.

Die aktuelle Kapitalrückführung aus Dividenden und Aktienrückkäufen entspricht einer Gesamtrendite für Aktionäre von rund 12,5 Prozent pro Jahr. Diese Größenordnung ist im europäischen Bankensektor außergewöhnlich hoch und zugleich bemerkenswert stabil. Unterstützt wird sie durch eine solide Kapitalbasis und eine disziplinierte Bilanzsteuerung, die es ING ermöglicht, einen großen Teil der Gewinne direkt an die Aktionäre zurückzugeben.

Ökonomisch ist diese Strategie eng mit der Zinsstruktur verbunden: In einem Umfeld stabiler Nettozinsmargen generiert ING strukturell Kapitalüberschüsse, die bei gleichzeitig moderatem Wachstum nicht vollständig im Kreditbuch reinvestiert werden müssen. Aktienrückkäufe sind in diesem Kontext kein taktisches Instrument, sondern ein Ausdruck von Kapitalüberschuss-Disziplin – Kapital, das keine ausreichende risikoadjustierte Rendite im operativen Geschäft mehr findet, wird in den Eigenkapitalmarkt zurückgeführt.

Genau diese Logik erklärt die Kombination aus Dividendenrendite von rund 5 % und zusätzlicher Aktienrückkauf-Komponente, die gemeinsam den wesentlichen Teil der Total Shareholder Returns ausmachen.

Risikostruktur und Ertragsqualität im europäischen Kontext

ING kommt bislang stabil durch ein weiterhin schwankungsanfälliges europäisches makroökonomisches Umfeld. Die Kosten für Kreditausfälle bleiben historisch niedrig, während die Kreditqualität durch eine konservative Vergabepolitik gestützt wird. Gleichzeitig bleibt das Geschäftsmodell anfällig für konjunkturelle Abschwächungen, insbesondere im europäischen Immobilienmarkt und im Mittelstandsgeschäft.

Die Stabilität der Ergebnisentwicklung – zuletzt ein Anstieg des Vorsteuergewinns um 22 % im vierten Quartal nach einem schwächeren Jahresverlauf zuvor – unterstreicht jedoch die Resilienz der Ertragsbasis über den Zyklus hinweg. Bewertung und Kapitalmarktpositionierung

Die Aktie handelt aktuell bei etwa dem 1,4-fachen Buchwert und reflektiert damit weder eine klassische Unterbewertungs- bzw. Value-Story noch eine bereits abgeschlossene Neubewertungsphase (Re-Rating). Vielmehr positioniert sich der Markt ING als stabilen Ertrags- und Ausschüttungswert innerhalb des europäischen Finanzsektors.

Die Anhebung der mittelfristigen Zielsetzung auf eine Eigenkapitalrendite von 14 Prozent für 2026 und rund 15 Prozent für 2027 signalisiert eine schrittweise Verbesserung der strukturellen Profitabilität, ohne dabei die konservative Kapitalbasis zu beeinträchtigen.

Kapitalrendite statt Bankzyklus

Der Investmentcase für ING basiert nicht auf einer zyklischen Reflation des Bankensektors, sondern auf der dauerhaften Fähigkeit, stabile zweistellige Eigenkapitalrenditen mit hoher Kapitalrückführung zu kombinieren.

Während viele Banken weiterhin als Hebel auf den Zinszyklus interpretiert werden, zeigt ING zunehmend Charakteristika eines strukturellen Kapitalrendite-Instruments innerhalb des europäischen Finanzsystems: digital skalierbar, kapitaldiszipliniert und mit klarer Priorität auf Aktionärsrendite.

Fazit – europäische Bank als dividendenstarke Kapitalplattform

ING Groep steht exemplarisch für die Transformation des Bankensektors hin zu einer stärker kapitalmarktorientierten Ertragslogik. Mit über 41 Millionen Kunden, einer starken digitalen Durchdringung, einer soliden Kapitalausstattung von rund 13 Prozent und einer nachhaltigen Eigenkapitalrendite im niedrigen bis mittleren Zehnerbereich verbindet ING Stabilität mit struktureller Ausschüttungsstärke.



Impressum

Herausgeber

KIDRON Vermögensverwaltung GmbH
Rotebühlplatz 17
70178 Stuttgart

Telefon +49 711 57605-200
Telefax +49 711 57605-222
E-Mail info@kidron-stuttgart.de
Web www.kidron-stuttgart.de

Zuständige Aufsichtsbehörde

Bundesanstalt
für Finanzdienstleistungsaufsicht
Marie-Curie-Straße 24-28
60439 Frankfurt, Deutschland
Graurheindorfer Straße 108
53117 Bonn, Deutschland
www.bafin.de

Redaktion

Carmen Bandt, Franz Kaim, Alexander Späth
KIDRON Vermögensverwaltung GmbH

Gestaltung

Büro Franck
Visuelle Kommunikation
Düsseldorf

Fotos

on unsplash
Bruce Kamm | Titel
Irena Carpaccio | Seite 2
Jakub Zerdzicki | Seite 10
Zulfugar Karimov | Seite 15
Milad Fakurian | Seite 21


ING Pressebild | Seite 23

RECHTLICHER HINWEIS

Dieses Dokument ist eine Werbemitteilung und dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Finanzanalyse im Sinne des Wertpapierhandelsgesetz dar. Ferner stellt diese Publikation keine Anlageberatung, Anlageempfehlung oder sonstige Aufforderung zum Kauf oder zur Zeichnung der angesprochenen Anlagen und Finanzinstrumente dar. **Beschreibungen und Inhaltsdarstellungen von Unternehmen und/oder Produkten sind keine Aufforderung zur Investition sondern sind immer im Zusammenhang mit den jeweiligen Anlagestrategien der KIDRON Vermögensverwaltung zu sehen.** Die vermittelten Informationen der Veröffentlichung dienen allgemeinen Informationszwecken und beziehen sich nicht auf spezielle Einzelsituationen. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine geeignete anleger- und produktbezogene Beratung sowie ggf. die fachliche Beratung durch einen rechtlichen oder steuerrechtlichen Berater. Für Entscheidungen, die Sie auf Grund der Veröffentlichung treffen, übernehmen wir keine Haftung. Eine Anlage in Finanzinstrumente jeglicher Art kann mit dem Risiko eines erheblichen Wertverlustes oder sogar Totalverlust einhergehen. Soweit in diesem Dokument steuerliche Effekte genannt werden, wird darauf hingewiesen, dass die konkreten steuerlichen Auswirkungen von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers abhängen und künftigen Änderungen unterworfen sein können. Vor einer Anlageentscheidung sollte daher der Rat eines Anlage- und Steuerberaters eingeholt werden. Die dargestellte Finanzprodukte sind möglicherweise nicht für jeden Anleger geeignet. Zur Beurteilung, inwiefern die in diesem Dokument genannten Finanzinstrumente und Wertpapierdienstleistungen wie bspw. Vermögensverwaltung für Sie geeignet sind, benötigen wir weitere Informationen von Ihnen. Gerne führen wir in einem persönlichen Gespräch eine ganzheitliche Geeignetheitsprüfung auf Grundlage von Ihnen genannter Informationen durch

Diese Publikation enthält unter anderem unsere derzeitige unverbindliche Einschätzung zu Marktsituationen, Produkten und deren denkbaren Entwicklungsmöglichkeiten. Die dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die KIDRON Vermögensverwaltung GmbH der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit dieser Informationen keine Gewährleistung und Haftung übernehmen. Den in dieser Veröffentlichung enthaltenen Angaben liegen historische Marktdaten sowie die Einschätzungen der künftigen Marktentwicklung zu Grunde. Diese Markteinschätzungen sind auf der Basis von Analysen gewonnen worden, die mit der notwendigen Gewissenhaftigkeit und Sorgfalt erstellt worden sind. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Aussagen über zukünftige wirtschaftliche Entwicklungen basieren grundsätzlich auf Annahmen und Einschätzungen, die sich im Zeitablauf als nicht zutreffend erweisen können. Die KIDRON Vermögensverwaltung GmbH kann für ihr Eintreten keine Gewähr übernehmen. Soweit im Rahmen dieser Veröffentlichung Prognosen, Vorhersagen und spekulative Annahmen getätigt werden, weist die KIDRON Vermögensverwaltung GmbH ausdrücklich darauf hin, dass für den Eintritt derartiger zukunftsbezogener Aussagen keinerlei Haftung übernommen werden kann. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Informationen ergeben, wird ausgeschlossen. Angaben zur Wertentwicklung der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu, denn **die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.** Die Informationen in diesem Dokument beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit Ebenso wird keine Haftung für Schäden aufgrund von Handlungen übernommen, welche ausgehend von diesen Informationen vorgenommen werden. Etwaige Konditionsangaben sind freibleibend. Die in dieser Veröffentlichung vertretenen Meinungen können sich jederzeit ändern. Eine Meinungsänderungen müssen nicht publiziert werden.

Dieses Dokument ist ausschließlich an potenzielle Anleger mit Wohnort bzw. Sitz in Deutschland gerichtet. Anleger sollten beachten, dass die Produkte nicht in anderen Ländern bzw. dort ansässigen Personen angeboten, an diese verkauft oder ausgeliefert werden dürfen. Weder die vorliegende Publikation noch Kopien davon dürfen in die USA versandt, dorthin mitgenommen oder vertrieben oder an US-Personen abgegeben werden.



KIDRON Vermögensverwaltung GmbH
Rotebühlplatz 17
70178 Stuttgart

Telefon +49 711 57605-200
Telefax +49 711 57605-222
E-Mail info@kidron-stuttgart.de
Web www.kidron-stuttgart.de