

34 EINLEITUNG	36 ROUNDTABLE
64 ZINSEN	68 GOLD

46 AKTIEN	54 KI-INTERVIEW	58 SPRECHSTUNDE	60 KRYPTO
72 CONTRARIAN	74 IMMOBILIEN	78 STEUERN	82 VORSORGE



Baki Irmak ist Gründer der Fondsboutique Pyfore Capital und Manager der Fonds The Digital Leaders Fund und EM Digital Leaders. Davor war er lange in leitender Funktion bei DWS tätig, zuletzt auch als Global Head of Digital Business für die Deutsche Asset & Wealth Management und Mitglied im Digital Executive Committee der Deutschen Bank. Seine berufliche Laufbahn hat er als Fondsmanager für Technologie, Telekommunikation und Medien bei BHF Trust begonnen. Danach war er Fondsmanager bei der Commerzbank und ABN Amro.

BILD: PYFORE CAPITAL

„Beruht der KI-Hype auf einem Schneeballsystem, Herr Irmak?“

Zuletzt bewegten sich die Kurse von KI-Aktien heftig. Tech-Fondsmanager **Baki Irmak** über gigantische Wetten, Crashgefahr und seine Favoriten für 2026 VON STEPHAN BAUER

€uro: *An der Börse drehte sich 2025 fast alles um KI-Aktien. Die Rally wurde jedoch jüngst ziemlich wackelig. Wohin geht die Reise 2026?*

Baki Irmak: Aus meiner Sicht ist die Rally fundamental unterfüttert. Etwa die Hälfte des US-BIP-Wachstums im ersten Halbjahr hing direkt oder indirekt an KI-Investitionen. Die großen Cloud-Anbieter haben ihre Investitionspläne deutlich nach oben angepasst. Die Prognosen für neue KI-Infrastruktur im Jahr 2026 wurden zuletzt von 19 auf rund 30 Prozent Wachstum angehoben. Es ist kein kurzfristiger Hype, hier werden nachhaltig Kapazitäten aufgebaut. Zudem weitet sich der Kreis der Investoren aus. Neben Hyperscalern wie Amazon, Alphabet oder Microsoft investieren zunehmend weitere Akteure in KI-Infrastruktur. Staatliche Stellen wie das US-Energieministerium bestellen Chips, Unternehmen wie die Deutsche Telekom steigen ein, Neocloud-Anbieter kommen hinzu. Vieles spricht dafür, dass das die Rally weiterträgt.

Viele Beobachter sehen bei KI große Parallelen zur Dotcom-Blase. Wie ist Ihr Blick darauf?

Ich sehe Teilblasen in Segmenten ohne Umsätze und ohne klare Pfade zur Monetarisierung. Dazu zählen Bereiche wie Quantum Computing, manche

Firmen aus Raumfahrt- und Satellitentechnik, Altcoins im Kryptomarkt oder Anbieter von modularen Reaktoren mit sehr hohen Bewertungen und geringer Visibilität, was künftige Umsätze angeht. Auf der anderen Seite gibt es viele KI-Plattformen und -Modelle, die wachsende Nutzerzahlen, steigende Verweildauer und klare Marktanteilsgewinne zeigen. Hier sind Marktdurchdringung und Gewinnpfade klar erkennbar. Kursrücksetzer sind bei hohen Bewertungen normal, das sollten Anleger einkalkulieren. Ein breiter KI-Crash ist für mich kein Szenario mit hoher Wahrscheinlichkeit.

Palantir hat ein KGV von weit über 200. Ist das nicht extrem teuer?

Hohe Multiples gibt es vor allem dort, wo Wachstumsfantasien dominieren und der Gewinnpfad noch nicht durchgehend sichtbar ist. Gut bewertbar sind Titel, bei denen Umsätze, Bruttomargen, Nutzung und Marktanteile simultan anziehen und in die gleiche Richtung weisen. Dann relativieren sich Multiples, weil der Fokus auf der Dauer des Wachstumszyklus liegt. Bei reinen Hoffnungswerten ohne Umsatzbasis oder ohne klare Skalierbarkeit ist Vorsicht angebracht. Palantir gehört nicht dazu, aber in diesem konkreten Fall ist der Kurs den Fundamentaldaten vielleicht zu sehr enteilt. In der Breite rech-

ne ich 2026 mit erhöhten Kursschwankungen, die durch Quartalsprognosen zu Investitionen, Lieferzeiten und Energiezugang ausgelöst werden können. **Die Deals, die OpenAI-Chef Sam Altman mit diversen Techs abgeschlossen hat, um „Compute“, also Rechenpower, aufzubauen, übersteigen die Billionen-Dollar-Grenze. Experten sprechen von zwei Billionen Dollar Umsatz, die es bräuchte, um die Deals aufgehen zu lassen. Manche sagen Schneeballsystem dazu. Ist es keines?** Die Finanzierungsrunden von OpenAI waren wiederholt überzeichnet, die Nachfrage extrem stark. Professionelle Technologie- und Finanzinvestoren halten die Bewertung für gerechtfertigt. Ich sehe den Kernpunkt bei der Monetarisierung: Sie läuft erst an. Die gegenwärtige Investitionswelle ist wahrscheinlich die größte unserer Lebenszeit. Die transformatorische Gewalt von KI wird wahrscheinlich noch völlig unterschätzt. Von den zwei Billionen Dollar Umsatz geht ein Viertel auf das Konto von Nvidia. Die Auftragseingänge für Blackwell- und Rubin-GPUs liegen bei über 500 Milliarden Dollar. **Wie sieht diese Transformation aus?** China, die USA, die US-Tech-Giganten und neue Herausforderer wie OpenAI kämpfen um die Vorherrschaft der Weltwirtschaft. Sie alle setzen darauf,

34 EINLEITUNG	36 ROUNDTABLE
64 ZINSEN	68 GOLD

dass die Welt schon bald von wenigen KI-Modellen dominiert wird. Viele Applikationen und Software im Allgemeinen könnten komplett abhängig werden von wenigen Modellen, wenn nicht sogar disruptiert. Und die Entwickler der Modelle verdienen in dieser Welt immer mit. Man muss sich das vorstellen wie Apples App Store. Sam Altman geht davon aus, dass die Umsätze von OpenAI bereits 2027 annualisiert über 100 Milliarden Dollar hinausgehen werden.

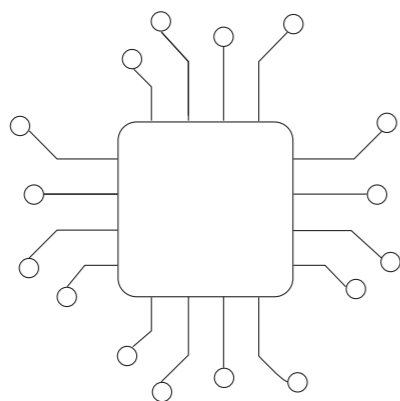
Es gibt Gerüchte über einen raschen IPO von OpenAI. Kommt er 2026? Ich halte 2026 für realistisch. Ein Börsengang verschafft OpenAI eine zusätzliche Währung für Wachstum, erleichtert die Mitarbeiterbindung über Aktienprogramme und verbreitert den Zugang zu Eigenkapital. Das wäre für die Planung der Investitionen in Rechenzentren und Energieverträge enorm wichtig.

Der Investor Peter Thiel und auch Softbank haben jüngst alle Nvidia-Aktien verkauft. Muss man da raus? Ich werte das nicht als generelles Warnsignal. Softbank finanziert Investitionen auch in OpenAI und Stargate und braucht Kapital, deshalb ist der Verkauf nachvollziehbar. Das ist eine Portfolioumschichtung, keine Abkehr von KI. Den Großteil der Nvidia-Beteiligung hat Softbank bereits 2019 verkauft. Sicher kein gutes Timing.

Würden Sie Nvidia noch kaufen? Der Markt für KI-Beschleuniger ist zwar noch weitgehend ein Monopol. Aber jetzt dringt AMD mit Wucht in den Markt und gewinnt Aufträge. Hyperscaler wollen mehrere Anbieter dieser Highend-Chips, das erhöht den Wettbewerbsdruck. Zusätzlich treiben große Cloud-Anbieter die Entwicklung eigener Chips voran, um Kosten, Leistung und Verfügbarkeit zu steuern. Läuft die KI-Rally weiter, dürfte Nvidia weiterhin laufen, aber meiner Meinung nach nicht mehr outperformen.



Die größte Gefahr für das Geschäftsmodell von Apple wäre ein Wechsel der Schnittstelle der Nutzer zur Online-Welt weg vom iPhone.“



KI-Favoriten Elf Tech-Werte mit Kurspotenzial im Jahr 2026

Aktie	WKN	Kurs in €
Alibaba	A117ME	137,20
Alphabet	A14Y6F	273,65
AMD	863186	184,00
Arista Networks	A40V33	111,26
Coherent	A30QXS	137,00
First Solar	A0LEKM	231,50
Meta	A1JWVX	550,40
Microsoft	870747	420,40
Nebius	A1JGSL	79,00
Nutanix	A2ACQE	40,95
Pony.ai	A40VVU	12,00

Stichtag: 01.12.2025; Quelle: BO Data

Hinweis auf Interessenkonflikte: Der Vorstand und Mehrheitsinhaber der Herausgeberin Börsenmedien AG, Herr Bernd Förtsch, ist unmittelbar und mittelbar Positionen über die in der Publikation angesprochenen nachfolgenden Finanzinstrumente oder hierauf bezogene Derivate eingegangen, die von der durch die Publikation etwaig resultierenden Kursentwicklung profitieren können: Microsoft

Was sind Ihre Favoriten unter den Mag 7, und was sind die Gründe?

Ich würde Meta, Alphabet und Microsoft weiterhin zu den großen Favoriten zählen. Diese Unternehmen sind als KI-Modell-Entwickler in der neuen Softwarewelt vorn dabei und verdienen, ähnlich wie Apple heute, an vielen Stellen mit. Meta hat dank seiner sozialen Netzwerke eine breite Nutzerbasis, über die KI-Funktionen skaliert werden können. Nach eigenen Angaben ist das Auspielen von Inhalten und Werbung dank generativer KI deutlich rentabler geworden. Alphabet verdient an KI gleich doppelt. Der Konzern betreibt eigene Recheninfrastruktur, auf der KI-Modelle laufen. Zudem setzt Alphabet die Ergebnisse dieser KI für bessere, gezieltere Dienste ein, in der Suche und in der Werbung. Mit Gemini 3 hat Google gerade das wohl intelligenteste KI-Modell präsentiert. In den Benchmark-Plattformen für Modelle wie LMArena Leaderboard hat Gemini 3 Pro jetzt sogar Claude Sonnet 4.5 und ChatGPT 5.1 überholt. Die Aktie ist aktuell unsere zweitgrößte Position im Fonds. Microsoft hat durch die enge Partnerschaft mit OpenAI, mit seiner Cloud Azure und den Anwendungen im Produktivitätsumfeld wie Copilot gute Hebel. Amazon favorisiere ich weniger, weil die Cloud-Tochter AWS nun stärkerem Wettbewerb ausgesetzt ist. Das Wachstum bei AWS hat zwar angezogen, aber deutlich langsamer als etwa bei Azure oder Google Cloud.

Zählt Apple angesichts der KI-Schwäche überhaupt noch zu den Mag 7?

Apple tut sich mit einer eigenständigen KI-Strategie schwer. Die bisherige Strategie, die Wertschöpfungskette nach Möglichkeit komplett selbst zu kontrollieren – sie entwickelten erfolgreich Chips, lagerten bislang bloß die Produktion aus –, geht bei KI nicht auf. Die rechenintensiven Teile moderner KI laufen nicht auf dem iPhone, sondern in großen Rechenzentren. Apple

46 AKTIEN	54 KI-INTERVIEW	58 SPRECHSTUNDE	60 KRYPTO
72 CONTRARIAN	74 IMMOBILIEN	78 STEUERN	82 VORSORGE

hat hier kaum eigene Infrastruktur und Erfahrung. Sollte Apple, wie spekuliert wird, künftig die Google-KI nutzen, dann machen sie sich zum ersten Mal abhängig. Die größte Gefahr für das Geschäftsmodell aber wäre wohl ein Wechsel der Schnittstelle der Nutzer zur Onlinewelt: ein Ersatz von Smartphones etwa durch smarte Brillen oder andere Gadgets. OpenAI, Meta und Alphabet arbeiten daran. Apples Stärke beruht auf dieser Rolle der Smartphones. Das ist noch ein breiter Burggraben, Apple ist aber angreifbarer. **Gibt es 2026 weitere KI-Chancen für Anleger, und wo genau liegen sie?**

Für die neue KI-Welt wird die komplette Kommunikations-Infrastruktur massiv aufgerüstet und teilweise neu gebaut. Die KI-Beschleuniger, die Chips von Nvidia, sind eine Komponente, das Hirn, wenn man so will. Das Rückgrat bilden Netzwerkkomponenten etwa von Arista, die für Datenaustausch in extremer Geschwindigkeit sorgen. Bei KI-Cloud-Verträgen gibt es neue Vertragstypologien, bei denen Zahlungen an Performance-Kriterien wie Geschwindigkeit und Energieeffizienz gekoppelt sind. Das verschiebt Umsätze teilweise in die Phase nach Inbetriebnahme. Arista könnte deshalb künftig positiv überraschen. Auch Speicher ist ein Engpass, die Nachfrage wächst mit der Modell- und Datenkomplexität. Interessant sind etwa Chiphersteller wie Micron, SK Hynix, Samsung und Pure Storage. In der Optoelektronik sehe ich Anbieter wie Coherent, die für Verbindungen in Hochleistungsrechenzentren benötigt werden. Für Unternehmen, die verschiedene öffentliche und private Clouds kombinieren, ist Nutanix interessant, weil die Firma eine Art Betriebssystem für Multi- und Hybrid-Cloud-Lösungen gebaut hat. **Sehen Sie weitere attraktive Felder?** Ein Riesenthema ist Energie. Strom ist der eigentliche Flaschenhals. Der Bedarf an zusätzlicher Erzeugungs-

leistung übersteigt in den USA das Angebot des öffentlichen Netzes. Morgan Stanley geht bis 2028 von einer Kapazitätslücke in den USA von 50 Gigawatt aus. Gasturbinen großer Industriekonzerne wie Siemens Energy oder GE Vernova sind gefragt, auch andere autarke Stromerzeugungsanlagen auf Basis von Brennstoffzellen wie etwa von Bloom Energy, die Rechenzentren unabhängig vom öffentlichen Netz versorgen können. Ich könnte mir vorstellen, dass auch regenerative Energien, vor allem Solarpower, bald eine Neubewertung

THE DIGITAL LEADERS

Zu den größten Positionen des Tech-Fonds zählen Alphabet, Nebius und Arista. Der US-Anteil liegt bei rund 50 Prozent. Auch Fintechs wie Nu Holdings und Energietitel wie Sunrun stehen im Fokus.

ISIN	DE000A2H7N24
Kurs	261,63 €
Volumen	78,0 Mio. €
Gesamtkostenquote (TER)	1,57 %
Ausgabeaufschlag max.	3,0 %
Wertentwicklung 1 Jahr	20,1 %
Wertentwicklung 3 Jahre	79,8 %
Wertentwicklung 5 Jahre	46,3 %

EM DIGITAL LEADERS

Der Schwerpunkt des Tech-Fonds liegt auf den Emerging Markets. Auf China entfallen 56 Prozent Gewicht, dahinter kommt Polen. Top-Position: Nu Holdings.

ISIN	DE000A2QK5J1
Kurs	109,15 €
Volumen	15,5 Mio. €
Gesamtkostenquote (TER)	1,91 %
Ausgabeaufschlag max.	3,0 %
Wertentwicklung 1 Jahr	15,3 %
Wertentwicklung 3 Jahre	84,8 %
Wertentwicklung 5 Jahre	–

Stand: 01.12.2025, Quelle: BO Data

erfahren. First Solar finden wir interessant. Anleger können auch sehr defensiv in die KI-Revolution investieren: Versorger bieten hohe Dividenden und attraktive Bewertungen. Und jetzt kommt die Wachstumskomponente hinzu. In dem von uns beratenen Fonds Patrizia Low Carbon Core Infrastructure sind wir etwa in Eon, Engie, Iberdrola und National Grid investiert. **Sie erwähnten Neocloud-Anbieter, Unternehmen wie Iren, in die Ihre Fonds investieren. Geht da noch was?** Die Aktie von Iren speziell war zuletzt sehr stark gelaufen, wir haben sie verkauft. Aber zahlreiche ehemalige Bitcoin Miner, die jetzt zu AI-Cloud-Anbietern mutieren, wie Core Scientific oder Bitfarm, finden wir aufgrund des Hungers nach Strom und Rechenpower attraktiv. Aber das sind extrem volatile Unternehmen und daher nur etwas für Anleger mit hohem Risikoappetit. **Sind chinesische Techs eine Alternative zu US-Werten? Was halten Sie von Titeln wie Alibaba und Tencent?** Grundsätzlich gibt es alle Technologien, über die wir gesprochen haben, auch in China. Der globale Süden ist für chinesische Anbieter offener, was deren Expansion erleichtert. Die Bewertungen der Aktien sind häufig attraktiver als bei den US-Peers. Das gilt etwa für Alibaba, das sehr erfolgreich LLMs entwickelt und Cloud-Dienste anbietet, oder den Brennstoffzellenhersteller Weichai. Ein weiteres KI-Thema kommt hier mit Wucht: autonomes Fahren. Pony.ai finden wir interessant, die Firma ist technologisch sehr innovativ, das Management sehr erfahren. Pony.ai baut gegenwärtig weltweit zahlreiche Partnerschaften auf, so etwa mit Stellantis in Europa. Wir halten sie für einen relevanten Player in diesem Zukunftsmarkt. Für Privatanleger ist der Zugang zu Einzelwerten in China aber teils schwierig. Ein Basket-Ansatz kann hier sinnvoll sein, auch um Risiken zu reduzieren.