



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 3/2024 vom 10.07.2024

Der Hype in wenigen Aktien sorgt für tiefe Bewertungen in der Breite, und schlechte Politik sorgt für gute Aktienmarktperspektiven

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

- Erfahrung in deutschen Aktien: seit 1990
- Fonds: Publikumsfonds FPM Funds Stockpicker Germany All Cap

- Das erste Halbjahr: KI sorgt für Euphorie – aber nicht in der Breite
- Politik zeigt Wirkung – schlechte Entscheidungen bringen schlechte Wahlergebnisse
- Erwartungen sind niedrig, was das Enttäuschungspotential deutlich reduziert
- Wenn Qualitätsaktien zu Value-Titeln werden: Eine schmerzhaft Metamorphose
- Private Equity trifft auf börsennotierte Unternehmen: Dramatische Unterbewertung wird sichtbar
- Value-Investing: Im Idealfall Abwärtsspirale vermeiden, in Aufwärtsspirale investieren

1

Das erste Halbjahr: KI sorgt für Euphorie – aber nicht in der Breite

Das erste Halbjahr 2024 verlief an den Aktienmärkten mit dem Blick auf die Indizes weitgehend positiv, in Hinsicht auf die Marktbreite jedoch eher durchwachsen bis unerfreulich. Die Rahmenbedingungen sind nicht einfach, werden aber auch nicht schlechter: Die Inflation sinkt, was perspektivisch auch zu sinkenden Zinsen führen sollte, wenn auch nicht in dem Umfang, der bei vielen Investoren erwartet, wenn nicht herbeigeseht wird. Die Konjunktur in Europa und vor allem in Deutschland scheint ihren Boden erreicht zu haben. In den USA, wo die Wirtschaft seit längerem von einem massiven staatlichen Schuldenanstieg profitiert hat, zeigen sich leichte Abschwächungstendenzen, eine Rezession wird aber nicht befürchtet. In China und den meisten anderen Staaten zeigt sich ein gewisses Wachstum, wenn auch tiefer als dies in den letzten Jahren üblich war. Insofern bewegt sich also alles in verhaltenen Bahnen.

Alles überragend an den Aktienmärkten war das Thema „Künstliche Intelligenz“. Dazu ist von allen fast alles gesagt, insofern sparen wir uns an dieser Stelle weitere Ausführungen. Außer der, dass dies in unserer Interpretation erhebliche Auswirkungen auf die Aktienmärkte hatte: Hier mussten viele Investoren einfach vertreten sein. Die Zahl der Unternehmen, die das Thema bespielen, ist überschaubar, somit konnte dies nur über die Aufblähung der Market Cap erfolgen. Gleichzeitig mussten diese Investitionen irgendwoher finanziert werden, was durch den Verkauf von Positionen im breiten Markt erfolgte, losgelöst von den jeweiligen Bewertungen. Weiterhin wurden ehemalige Lieblinge in anderen Branchen bei Zielverfehlungen massiv verkauft: Hier konnte man in vielen Fällen in den vergangenen zwei Jahren Kurshalbierungen und Schlimmeres erfahren. So zeigte sich erneut, dass der Blick auf die Bewertung helfen kann, Verluste zumindest einzugrenzen, wenn an den Märkten die Favoriten wechseln.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



Politik zeigt Wirkung – schlechte Entscheidungen bringen schlechte Wahlergebnisse

Diesmal etwas zu den diversen Wahlen im Jahr 2024, insbesondere der zum EU-Parlament und in Frankreich: Dass den etablierten Parteien die Wahlergebnisse nicht gefallen, ist offensichtlich. Was an den neuen Wettbewerbern radikal ist, soll hier nicht bewertet werden. Erstaunlich ist aber, dass die traditionellen Parteien nicht auf die Idee kommen, dass sie vielleicht Fehler gemacht haben könnten, die ihre Stammwähler nicht mehr akzeptiert haben. Es liegt immer nur an den schwierigen Rahmenbedingungen oder dem fehlenden Verständnis für die eigentlich geniale Politik. Dass die Politik in den letzten 25 Jahren zu den schwierigen Rahmenbedingungen beigetragen haben könnte: Das wird nicht in Erwägung gezogen. In Deutschland kann man das von Regierungsseite noch der CDU in die Schuhe schieben, nachdem die SPD im letzten Vierteljahrhundert nur vier Jahre nicht in der Bundesregierung vertreten war. Vielleicht hat die SPD dies vergessen, ihre ehemaligen Wähler offensichtlich nicht.

2 Man muss sich einmal vorstellen, dass ein Unternehmen die Kunden, die zum Wettbewerb wechseln, vielleicht aufgrund zu hoher Preise oder schlechter Services, als unfähig bezeichnet, die Produkte des Hauses richtig zu verstehen, dass sie sich diese offensichtlich nicht leisten könnten und viele Wechsler offensichtlich in prekären Lebenssituationen gefangen sind. Und die Medien als Beleg dann auch noch Beispiele dafür finden, die dies widerspiegeln. Das wäre vollkommen absurd. Wenn man seine Kunden (hier: Wähler) verliert, dann hinterfragt man sein eigenes Produktportfolio (hier: die Politik). Und stellt dann wahrscheinlich fest, dass Cannabis-Legalisierung oder die Möglichkeit, jährlich sein Geschlecht zu ändern, vielleicht reizvolle Aspekte sind. Aber selbst dann, wenn eine klare Mehrheit diesen Möglichkeiten nicht ablehnend gegenübersteht, bedeutet das noch lange nicht, dass es eine Zufriedenheit mit der Regierungspolitik allgemein gibt. Es gibt genug und allseits bekannte Themen, die die meisten Wähler eher betreffen als das, was im Fokus der Politik zu stehen scheint.

Ebenfalls überraschend für Politiker und ihre Wähler scheint die Erkenntnis zu sein, dass politische Entscheidungen Auswirkungen haben, mit denen die Menschen doch tatsächlich zurechtkommen müssen. Und es ist schwierig etwas zu finden, bei dem die Politik irgendetwas getan hat, was ihren Wählern das Leben erleichtert hat. Wenn, dann waren es nur auf den ersten Blick sinnvolle Maßnahmen, deren Folgen später zu tragen waren. Fängt man einmal bei der Knappheit der Mietwohnungen an: Wer soll sich unter diesen Bedingungen antun, irgendetwas neu zu bauen, um es an Dritte zu vermieten? Höhere Baukosten aufgrund zusätzlicher Auflagen, entscheidungsschwache Bauämter, höhere Zinsen dank gestiegener Inflation, unsicherer gewordene Erträge dank einseitigem Ausbau des Mieterschutzes. Dass Produktionskosten auf den Verbraucher umgelegt werden, ist auch eine unangenehme Erfahrung, an die niemand denkt, wenn Preise für Energie erhöht werden, Steuern und CO₂-Abgaben auf Energie eingeführt werden, wenn es immer mehr Auflagen für Produzenten gibt, usw.. Die sieben Milliarden Euro LKW-Maut zahlen nicht die LKW-Fahrer, der Tankwart zahlt ja auch nicht die Mineralölsteuer. Bahntickets verschleudern, auch an Menschen, die sich einen fairen Preis locker leisten können und sich dann wundern, dass der Bahn und der öffentlichen Hand das Geld fehlt. Inflation war unter Politikern jahrelang erstrebenswert, bis es dann so weit war und man feststellte, dass irgendjemand den Preis dafür zahlen musste; unglücklicherweise meistens diejenigen, die man besonders schützen wollte. Und nun soll eine erhöhte Neuverschuldung die Rettung sein? Wie die in Zukunft unter demographisch schwierigeren Rahmenbedingungen getilgt werden soll ist vollkommen unklar, aber wahrscheinlich auch nicht Teil des Plans. Das Problem ist auch hier: Irgendjemand zahlt die Zeche, und bei den Zinsen waren es in Realrechnung in den letzten 15 Jahren die tapferen Sparer.

In Summe ist es so: Steter Tropfen höhlt den Stein, und davon gab es seit Abschluss der Lissabon-Strategie vor einem Vierteljahrhundert eine ganze Menge. Damals war es das Ziel, die EU zur wachstumsstärksten Region der Welt zu entwickeln. Das Ergebnis ist ein Bürokratiemonster mit einer permanenten



Underperformance gegen den Rest der Welt, was das Wachstum angeht:

Der Alltag der Bürger ist bis ins Detail geregelt, bis hin zur Befestigung von Flaschendeckeln an Plastikflaschen (ist eigentlich bei Bierflaschen auch etwas geplant?). Trotz Arbeitskräftemangel werden (in Deutschland) zweistellige Milliardenbeträge als Sozialtransfers gezahlt, deren Empfänger sich dann oft besserstellen, als wenn sie arbeiten würden – und dies dann eben auch bleiben lassen. Es herrscht eine Verteidigungsfähigkeit, die nicht ansatzweise mit den Ansprüchen und dem ausgegebenen Geld korreliert: 60 Milliarden Euro sind vielleicht nicht zwei Prozent des BIP, aber eben eine Menge Geld: Wo landet das eigentlich? Seit Jahren wird keine vernünftige Zuwanderungspolitik erreicht, sondern es findet de facto Tolerierung bis in Teilen Förderung illegaler Migration statt. Die öffentliche Verwaltung, die angesichts immer mehr Vorschriften immer komplizierter wird, hat als Motto nicht etwa „Wie können wir Ihnen helfen?“, sondern „So einfach geht das nicht.“ und im Zweifel „Wer nichts macht, macht keine Fehler“. Dies alles wird garniert mit rekordhohen Krankenständen. Staatsquoten betragen mehr als 50 %, bei denen laut dem ehemaligen Kanzler Kohl der Sozialismus beginnt. Die EU – abstrus angesichts des wirtschaftlichen Wohlstands – hat Angst davor, von China und den USA untergebuttert zu werden und ist sich dabei seiner eigenen Stärke nicht ansatzweise bewusst. Und so weiter und so fort, Energiepreise, Infrastruktur, Bildung, you name it.

All das kostet Wachstum, und auch wenn es vielen Politikern nicht passt: Das lässt sich nicht vermeiden, wenn Menschen, anstatt produktiv und effizient zu arbeiten, Dinge tun müssen, die keinen Wohlstand bringen. Wenn man Anreize schafft, Arbeit und Investitionen zu verhindern, dann muss man sich nicht wundern, wenn diese Anreize Wirkungen zeigen und diese sich aufsummieren.

Erwartungen sind niedrig, was das Enttäuschungspotential deutlich reduziert

Das einzig Gute daran ist, dass die Probleme offensichtlich sind und damit eingepreist sein sollten. Ob die Angst vor dem Machtverlust der Parteien der Mitte größer ist als die Begeisterung für das Verfolgen spezieller Interessen für

spezielle gesellschaftliche Gruppen, wird sich zeigen. Da die europäische Bevölkerung es im Grunde lieber gemächlich als revolutionär hat (bis auf ein paar lautstarke „Aktivisten“, in der Regel aus dem linken Spektrum, sowie eifrig darüber berichtende Medien) sollte es eigentlich keinen überragenden Intellekt erfordern, die Politik wieder an die Mehrheitsinteressen heranzuführen. In Skandinavien ist das den Sozialdemokraten offensichtlich gelungen, ablesbar an den Wahlergebnissen. Und eine gewisse Lernfähigkeit kann man auch in anderen Staaten unterstellen, ohne damit euphorisch zu werden.

Wie auch immer: Die Erwartungen zu unterbieten wird für die Politik in den nächsten Jahren schwer sein. Gleichzeitig werden auch Parteien vom politischen Rand, falls sie gewählt werden, ihre Präferenzen den Realitäten unterordnen müssen. Die augenblickliche Hysterie dient in unseren Augen allein dem Zweck, die eigenen Wahlchancen zu verbessern, als dass tatsächlich der Untergang der EU befürchtet wird: Wie gesagt, der Europäer hat es gerne gemütlich und nicht revolutionär. Und warum es nicht sinnvoll ist, gegen die EU nur zu agitieren, anstatt sie besser zu machen: Damit können sich ab jetzt die Tories im Vereinigten Königreich auseinandersetzen. Somit bleibt das eigentlich Entscheidende, solange die Strukturen in Europa auch nur halbwegs so sind wie sie heute sind: Man soll sich nicht von politischen Rahmenbedingungen scheu machen lassen. Entscheidend ist vielmehr, dass man investiert ist. Denn die gegenwärtigen Rahmenbedingungen haben für Investoren am Aktienmarkt auch erfreuliche Aspekte: Weniger Optimismus bedeutet auch in der Realwirtschaft eine geringere Bereitschaft, Geld zu investieren, den Wettbewerb zu verschärfen, bestehende Strukturen obsolet zu machen. Vielmehr sichert es die bestehenden Positionen. Dazu muss man nur auf die Immobiliengesellschaften schauen: Wenig Neubau heißt weniger zusätzlicher Wettbewerb, heißt steigende Mieten bei knapp bleibendem Wohnraum, bequemer geht es kaum. Das gilt analog für viele Branchen. Und erklärt teilweise die trotz schwacher Konjunktorentwicklung weiterhin sehr soliden Margen. In China sieht man das Gegenteil: Wildes Investieren überall, Überkapazitäten, Preiskriege, und als Ergebnis eine Aktienperformance, die das



Wirtschaftswachstum im Vergleich zu Europa nicht ansatzweise widerspiegelt.

Wenn Qualitätsaktien zu Value-Titeln werden: Eine schmerzhaft Metamorphose

Und damit zum Aktienmarkt:

Trotz historisch gesehen allgemein niedriger Bewertungen haben sich einige Nebenwerte schwächlich entwickelt. Hauptverlierer waren diesmal nicht die qualitativ eher durchschnittlichen Unternehmen, sondern oft die ehemaligen Lieblinge, die Opfer ihrer vormals hohen Bewertung wurden. Das Problem mit hoch bewerteten Aktien ist immer eines: Wenn der Trend und die Begeisterung einmal nachlassen, ist es ein ganz, ganz langer Weg, bis sich nachhaltiges Interesse einer neuen Investorengruppe einstellt, nämlich das der Value-Investoren. Wenn eine Aktie nicht mehr viel zu teuer ist, sondern nur noch teuer, dann bedeutet das immer noch kein Kaufinteresse. Auch nicht bei etwas teuer, oder halbwegs fair bewertet, oder bei leicht unterbewertet, sondern eben erst bei deutlich unterbewertet. Was wiederum oft einhergeht mit einem operativen Geschäft, das nicht mehr so schwungvoll läuft wie zu den erfreulicheren Zeiten. Wenn also eine fallende Bewertung auf fallende Ergebnisse trifft.

Das Problem für die ehemaligen Wachstumsaktien, die ihre Metamorphose zur Value-Aktie durchlaufen haben, wird dadurch verstärkt, dass es immer weniger Value-Investoren zu geben scheint. Nach zehn und mehr Jahren einseitigen Investierens in Qualitäts- und Wachstumstitel, an allererster Stelle aber das Jagen von Kurs- und Gewinn-Momentum, ist dem Value-Stil schlicht und ergreifend die Feuerkraft aufgrund immer weiter schrumpfender Assets ausgegangen.

Private Equity trifft auf börsennotierte Unternehmen: Dramatische Unterbewertung wird sichtbar

In was für einer Größenordnung mittlerweile „Value“ am Markt angeboten wird, kann man an zwei Übernahmen im letzten Jahr sehen: Die Software AG sowie die Aareal Bank. Geboten wurden Aufschläge von jeweils ca. 50 % auf den Börsenkurs vor der Übernahmekündigung, mit der Versicherung, dass man nun aber wirklich in

mehreren Schritten ans Äußerste gegangen ist. Leider hat das nicht so ganz gestimmt.

Denn nach den Übernahmen sah die Entwicklung folgendermaßen aus: Beide Unternehmen verkauften die als Wachstumsbereiche angesehenen Sparten, die angeblich außerhalb der Börse ohne den üblichen Quartalsdruck weiterentwickelt werden sollten, nach nur wenigen Monaten. Und in beiden Fällen, obwohl sie das jeweils kleinere Segment der Unternehmen darstellten, wurde ein Preis erzielt, der dem gesamten Kaufpreis für die übernommenen Unternehmen entsprach. Bedeutet also einen Gewinn von mehr als 100 % auf den angeblich ausgereizten Kaufpreis innerhalb von weniger als einem Jahr, nachdem den Aktionären jeweils schon eine Prämie von 50 % gezahlt worden war. Es ist offensichtlich, dass Software AG und Aareal Bank niedrige Bewertungen hatten, allerdings standen sie nicht allein damit: Auf diesem Bewertungslevel gibt es genug andere Unternehmen.

Übrigens: Wir werden die verkauften Bereiche vermutlich in ein paar Jahren zu einem Vielfachen des heutigen Übernahmepreises bei einem erneuten Börsengang angepriesen bekommen, und wahrscheinlich wird auch dies über die Bühne gehen, siehe Börsengang Douglas. In den Worten Warren Buffetts: Buy a company, leverage it up, change the accounting, get it back to the market. Zurück kommen diese Aktien dann, wie im Fall von Douglas, nach ein paar mittelgroßen Übernahmen und einer verhunzten Bilanz zu deutlich höheren Bewertungen als sie einst von der Börse gingen. Dann sind auf einmal wieder ausreichende Investoren Mengen bereit, den Jubelarien der begleitenden Banken zu lauschen. Die Bilanz ist deshalb regelmäßig verhunzt, weil kurz vor dem Börsengang noch einmal eine deftige Ausschüttung vorgenommen wird, in der Regel die Tilgung eines Vendor Loans, der offiziell Fremdkapital ist, aber vom Eigentümer gestellt wurde. Mit den Erlösen des Börsengangs soll dann Wachstum ermöglicht werden, in der Regel geht aber ein mehr oder weniger großer Teil in die Tilgung der Vendor Loans. Ökonomisch also ein Verkauf eines Unternehmens, wobei der Verkaufserlös eben vorab ausgeschüttet wurde. Eigenkapital haben diese Unternehmen auch nur deshalb vorzuweisen, weil sie Goodwill und andere immaterielle Wirtschaftsgüter

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.



bis zur Schmerzgrenze aktivieren. Es ist immer wieder faszinierend, dass dies niemanden zu stören scheint, außer die Aktie läuft nach dem Börsengang schlecht.

Faule Ausreden, nicht am Aktienmarkt zu investieren, gibt es immer

Alles schön und gut. Allerdings stellt sich die Frage, warum Investoren sich nicht an Unternehmen beteiligen, die heute börsennotiert sind und auf oft rekordtiefen Bewertungen handeln. Gründe, die genannt werden, sind die fehlende Liquidität, die es bei Private Equity oder Immobilien-Investments ebenfalls nicht gibt, politische Unsicherheit, die private Unternehmen anscheinend nicht trifft. Gleiches gilt für bessere Wachstumsperspektiven in den USA, die ebenfalls bei privaten Unternehmen oder Immobilien keine Rolle mehr zu spielen scheinen. Bleiben am Ende zwei Gründe, die wirklich relevant sind: Zum einen regulatorische Ursachen, wie z. B. das Gleichsetzen von Kurschwankungen mit Risiko durch Investoren selbst, vor allem aber die staatliche Aufsicht. Über Risiken im Immobilienimperium Benko war übrigens erstmals etwas zu lesen, als das Konstrukt schon im Straßengraben gelandet war. Zuvor hat sich niemand über undurchsichtige Strukturen den Kopf zerbrochen, und die Wertansätze waren vollkommen stabil, und damit war ja alles bestens. Faszinierend. Zum anderen das Investieren über ETFs, wo immer mehr Geld in die immer gleichen Themen hineinfließt, ohne sich in irgendeiner Form großartig Gedanken zu machen, ob das, was man da kauft, auch halbwegs angemessen bewertet ist. Das ist Momentum-Investieren in seiner reinsten Form. Hauptsache die Überschrift stimmt thematisch.

Value-Investing hilft, das Risiko einer Abwärtsspirale zu vermeiden...

Unangenehm wird es nur, wenn ein Trend nicht mehr weiterträgt, und Unternehmen, die aus unserer Sicht weiterhin gut sind, aber ein paar schlechtere als erwartete Quartale verzeichnen, ihre Anhänger verlieren. Ohne dass die eigentliche Qualität sowie das Geschäftsmodell des Unternehmens an sich in Frage stehen, werden hier in Jahren aufgelaufene Gewinne innerhalb von ein paar Quartalen pulverisiert, und die Karawane zieht weiter zum nächsten Thema. Um einmal

ein paar Namen zu nennen, die uns jahrelang als überteuert vorkamen und in die wir deshalb, zumindest seit längerem, nicht investiert haben: Aixtron, Compugroup, Sartorius, Carl Zeiss, Hugo Boss, United Internet, 1&1 Drillisch, Evotec, Teamviewer, leider auch die bei uns weiter geschätzte HelloFresh. Nicht selten ist dann der Gewinn von zehn Jahren verloren, und wenn nicht, ist die Aktie manchmal noch nicht unten. Jedenfalls ist es so, dass das Momentum, das die Aktien nach oben getrieben hat, bei einem Wegfall einen Fall ins gefühlte Bodenlose bedeuten kann: Keine Value-Investoren (wenn es die noch gibt), Ausscheiden aus Indizes, schlechter werdende Presse, kritische, teilweise aggressive und frustrierte Aktionäre, schlechtere Gewinnerwartungen, tiefere Bewertungs-Multiples, Short-Seller.

...und gelegentlich in einer Aufwärtsspirale investiert zu sein

Insofern werden wir auch in Zukunft unseren Schwerpunkt auf den ungeliebten Aktien mit dennoch soliden Geschäftsmodellen haben, die über eine niedrige Bewertung verfügen, und die dementsprechend nach unten besser abgesichert sind. Solange sich keine ganz dramatischen Dinge ereignen. Und ungeliebt bedeutet natürlich nicht: immer ungeliebt, sondern eben zur Zeit. Was in den letzten zehn Jahren auf eine größere, ziemlich stabile Gruppe zutraf. Was sich geändert hat im Laufe der Jahre: Die Bewertung ist immer noch weiter gesunken (die Investoren brauchten ja das Geld, um die Mag 7 und den Bitcoin zu jagen), Dividendenrenditen von sechs, sieben oder acht Prozent sind keine Seltenheit mehr (ja, und man kann diese auch kürzen, aber das gilt für alle Unternehmen), Free Cash Flow Yields von deutlich über zehn bis teilweise zwanzig Prozent gibt es ebenfalls, und das Beste ist: Die Unternehmen verwenden das Geld immer häufiger zum Aktienrückkauf. Und weniger zum Ausbau ihres Empires, mit wie in der Vergangenheit gesehen oft überteuerten Übernahmen, die nach zehn Jahren zu (Achtung, Standardausrede:) nicht cash-wirksamen Abschreibungen führen, meistens durch das nachfolgende Management. Und nicht cash-wirksam ist jede Abschreibung, leider ist das Geld trotzdem weg, nämlich schon zum Zeitpunkt der Übernahme. Hätte Daimler auf die Übernahme von Chrysler verzichtet, und Bayer auf die von Monsanto und stattdessen



gelegentlich eigene Aktien zurückgekauft... ach, lassen wir das.

Königsdisziplin bleibt natürlich ansonsten das Finden von ein paar Unternehmen, bei denen sich eine Spirale nach oben entwickelt statt nach unten: Steigende Gewinne bei steigenden Bewertungen. In einem Markt, in dem sich Investoren auf immer weniger Unternehmen mit immer höheren Bewertungen fokussieren ist eines in unseren Augen ziemlich sicher: Das Finden dieser Unternehmen, die die Spirale nach oben durchlaufen können, wird dank steigender Kandidatenzahl einfacher. Was man mitbringen muss, ist immer noch Zeit. Die einem jedoch, wie erwähnt, oft mit deftigen Dividendenzahlungen kompensiert wird und im besten Falle durch Aktienrückkäufe noch weiter verbessert wird.

Also in Summe: Wirtschaftliches Umfeld lau, ganz sicher nicht überhitzt, Inflation eher fallend, was die Voraussetzung für Zinssenkungen durch die Notenbanken ist, Unternehmen mit wenig aufregenden, aber auch weitgehend stabilen Erwartungen und einer ordentlichen Profitabilität, Investoren abseits der Hype-Themen eher skeptisch sowie Aktien mit einer häufig sehr niedrigen Bewertung: Das sieht als Ausblick erfreulich aus.

Ihr Martin Wirth

Disclaimer: Die in diesem Quartalskommentar enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von FPM Frankfurt Performance Management AG wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden können. Soweit in diesem Dokument enthaltene Daten von Dritten stammen, übernimmt die FPM AG für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit dieser Daten keine Gewähr, auch wenn die FPM AG nur solche Daten verwendet, die sie als zuverlässig erachtet. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen und Angaben stellen keine persönliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten im Sinne des WpHG dar.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset-Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.