



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 4/2025 vom 09.10.2025

Politische Rahmenbedingungen sollten nicht die Anlagestrategie dominieren

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Die neue Bundesregierung hat die Probleme bisher nicht angegangen
- Heutige Politiker verstehen offensichtlich nicht, wie Wachstum und Wohlstand entstehen
- In den USA erscheint die Lage noch verheerender
- Auch die EU hat die letzten Jahrzehnte wenig zum Wachstum beigetragen
- Aber: Entscheidend für eine gute Rendite ist die richtige Einschätzung der Bewertungen
- Absolut gesehen sind viele deutsche Aktien weiterhin kaufenswert

1

Als Vorwarnung: Wer sich seine Laune nicht verderben lassen will, möge bitte diesen Bericht erst ab Seite 5 lesen.

Die neue Bundesregierung hat die Probleme bisher nicht angegangen

Nachdem die Übernahme der Amtsgeschäfte durch die neue Bundesregierung von Hoffnungen begleitet war, der Reformstau in Deutschland könnte aufbrechen und die Politik wieder einmal auch die leistungsbereite Mehrheit der Bevölkerung in den Mittelpunkt ihres Schaffens stellen, sieht man sich nur ein paar Monate später ent- bis getäuscht. Als Leistungsträger werden unter den Arbeitnehmern von unserer politischen Elite weiterhin nur Krankenpfleger und natürlich die Mitarbeiter des öffentlichen Dienstes wahrgenommen. Der Rest soll sich nicht so anstellen und für die steigenden Sozialausgaben der Leistungsempfänger aufkommen, einen Ausgleich für die gestiegenen Inflationsraten wie auch für die Einkünfte der

Staatsdiener eingeschlossen, ohne irgendeinen Nachweis für eine steigende Produktivität zu liefern. Reformen gibt es bestenfalls irgendwann in den nächsten Jahren, und den Rest übernimmt der Staat, also der Steuerzahler. Wachstum verzeichnet weiterhin nur die Bürokratie, die Industrie befindet sich weiterhin im Rückwärtsgang, mit Einbußen gegenüber den Höchstständen vor wenigen Jahren, die mittlerweile oft in den zweistelligen Prozentbereich hineinragen. Das ehemalige Feindbild Nummer 1, die Autoindustrie, hat ihre Schlussfolgerungen gezogen und investiert nun eben in Ländern, in denen sie willkommen ist, von den USA über Mexiko, Spanien bis Ungarn. Dass VW in Deutschland in den nächsten Jahren 50.000 Stellen abbauen wird, wurde weitgehend schulterzuckend zur Kenntnis genommen. Was dann auch die Zulieferer, die Wirtschaft im Umfeld und deren Familien betrifft, und somit das Leben von bis zu 300.000 Menschen negativ beeinflussen wird. Und dass sich außer VW mittlerweile regelmäßig

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



Großkonzerne zu Entlassungswellen im vier- bis fünfstelligen Bereich veranlasst oder gezwungen sehen, scheint in der Politik und den ihr nahestehenden Medien niemanden zu verstören. Man kümmert sich lieber wochenlang um die Wahl einer Verfassungsrichterin. Dann und wann wird gewählt, und insbesondere die SPD wundert sich darüber, dass ihre Stammwählerschaft an den rechten Rand gerückt zu sein scheint, um dann verschärft den verheerenden Kurs der letzten Jahre fortzusetzen – seit ein paar Monaten mit Unterstützung der Union. Als wachstumsfördernd angesehene Maßnahmen wie schnellere Abschreibungen oder die Senkung der Energiekosten werden gegenfinanziert durch höhere Staatsschulden oder in den sozialdemokratischen Träumen durch Steuererhöhungen.

Heutige Politiker verstehen offensichtlich nicht, wie Wachstum und Wohlstand entstehen

Offensichtlich haben vor allem linke Politiker in Deutschland und Europa immer noch nicht ansatzweise verstanden, woher Wohlstand stammt. Tipp: Nicht aus dem Ausbau von Vorschriften, Bürokratie und Umverteilung, durch irgendwelche Ankurbelungsmaßnahmen und der verzweifelten Suche nach dem Ansatzpunkt, wie man Ideen behindert und verhindert. Sondern dass man Menschen, die bereit sind, im Zweifel ihre Existenz zu riskieren, machen lässt, sie unterstützt und Dinge ermöglicht und erleichtert. Genau das Gegenteil läuft in Europa seit Jahrzehnten. Und unterstützt und gefördert werden nur Projekte, die zuvor von politischer Seite als genehm befunden wurden. Wohin das führt kann man exemplarisch an der Autoindustrie sehen: VW als Konzern mit einem starken staatlichen Einfluss hat unter großem Applaus von Politik und Medien ganz auf batteriegestützte E-Mobilität gesetzt und Werke allein auf die Produktion von batteriegetriebenen Elektroautos ausgerichtet, während BMW viel Kritik dafür einstecken musste, dass das Unternehmen seine Flexibilität erhalten wollte und die Werke dementsprechend so gestaltet hat, dass jeweils Autos mit allen Antriebsformen gebaut werden

konnten. Die VW-Tochter Porsche kostet diese fehlende Flexibilität allein für den neuen Macan nun einen Betrag von mehr als 1 Mrd. €, um nun auch einen Verbrenner-Antrieb zu entwickeln, von den entfallenen Umsätzen und Gewinnen ganz abgesehen, da dessen Produktionsstart erst in einigen Jahre stattfinden wird. Die Bedeutung dieser Fehleinschätzung für den restlichen VW-Konzern kann man sich ausmalen, wenn es auch keine klaren Zahlen gibt, was die Kosten für mangelnde Auslastung oder Schließung von Werken angeht. Die Strategie von BMW nennt sich Technologieoffenheit, etwas, was von staatlicher Seite sowie dem Großteil der Medien als Irrweg angesehen wird, offenbar vor dem Hintergrund, dass Politiker und Journalisten die Zukunft schon heute ganz genau kennen. Letztere berichten, neben ihren eigenen politischen Präferenzen, weitgehend über Dinge, die bereits passiert sind, und haben dementsprechend auch immer recht. Das ist nicht beschränkt auf Journalisten: Im Nachhinein weiß man es immer genau, aber nicht alle schreiben dann auch darüber.

Wenn man sich die Projekte anschaut, in die der Staat, vertreten durch den ehemaligen Wirtschaftsminister Habeck, der allerhand studiert hat, nur keine Wirtschaft, investieren wollte, kann einen das kalte Grausen packen (oder vielleicht auch Bewunderung für die Bereitschaft, das Land absichtlich an die Wand zu fahren): Intel in Sachsen-Anhalt, ein mittlerweile weitgehend abgehangener Halbleiterproduzent, Wolfspeed im Saarland, inzwischen pleite, und Northvolt, ebenfalls pleite. Das grenzt an Sabotage. Der ganze Glanz staatlichen Wirtschaftens wird dann deutlich, wenn man sich die Erfolgsgeschichte der Deutschen Bahn anschaut, deren Niedergang von linken Kreisen immer noch mit dem vor ca. 15 Jahren abgesagten Börsengang in Zusammenhang gebracht wird. Dies ist einfach nur lachhaft, wenn es nicht so traurig wäre. Nebenher verrottet die Infrastruktur in Deutschland und Europa, während China den globalen Süden mit Straßen, Brücken und Flughäfen ausstattet, nachdem es offensichtlich zu Hause nicht mehr genug



zu tun gab. Von künstlicher Intelligenz, einer erfolgreichen Halbleiterindustrie oder der zielgerichteten und mit voller Kraft unterstützten Entwicklung von Technologien wie bspw. der Kernfusion ganz zu schweigen. Was nicht heißt, dass daraus immer ein Durchbruch entsteht. Zumindest ist das aber wahrscheinlicher, als dass die x-te Sanierung von Karstadt zu einem Erfolg führt.

Lieber Gleichheit für alle als Wohlstand für die meisten

Auch das scheint niemanden außerhalb von gelegentlichen Sonntagsreden zu stören. Vor allem im linken Lager scheint das Motto zu sein: Lieber alle arm als unterschiedlich wohlhabend, und wenn wir den Leuten dank unserer Politik nicht zu Wohlstand verhelfen, dann sollen lieber alle arm sein.

Zur Verteilungsdebatte: 1 % Wachstum entsprechen in Deutschland einem zusätzlichen Volkseinkommen von € 40 Mrd. 10 % Wachstum p.a., also 1 % (rechnerisch knapp 1 %) über 10 Jahre wären 400 Mrd. € mehr, die verteilt werden könnten. Das ist mehr, als wenn man allen deutschen Milliardären jeweils eine Milliarde abknöpfen würde. Und zwar jedes Jahr, wobei die meisten darunter ziemlich schnell keine Milliardäre mehr wären. Also wäre eine Unterstützung von Wachstum hilfreicher für alle als der Versuch der Politiker, das eigene Versagen durch diese Diskussion zu verschleiern. Und jedes Jahr die Dinge 1 % effizienter zu machen dank wachsenden Wissens und Kapitalstocks kommen mir nicht vor wie ein unerreichbares Ziel. Nachdem insbesondere in grünen Kreisen lange Jahre der „Wachstumsfetischismus“ beklagt wurde, kann man nun einmal sehen, was passiert, wenn man mehrere Jahre in Reihe nicht wächst.

Die Aussage, dass endlich einmal alle Steuerschlupflöcher zu schließen sind, ist ebenfalls wieder allein getrieben durch die vage Hoffnung, dass damit auf wundersame Weise die Haushaltslöcher geschlossen werden könnten, zudem mit den gewünschten Aspekten der Umverteilung. Ich wäre den Mitbürgern, die dies behaupten, einmal dankbar, wenn sie mir die

Schlupflöcher erklären könnten. Ich kann keine entdecken. Wer die Kapitalertragsteuer für ein Schlupfloch hält, der hat das Steuersystem, das auch in diesem Bereich de facto 50 % des Einkommens einzieht, nicht verstanden. Nach eigener Erfahrung erstreckt sich diese Ignoranz bis in relevante Positionen der öffentlich-rechtlichen Fernsehsender. Die Steuerhinterziehung wird auf € 100 Mrd. veranschlagt und damit der Eindruck erweckt, dass eine Unterbindung auch wieder alle Sorgen lösen würde. Erstens glaube ich diese Zahl nicht, und wenn sie zweitens doch so hoch wäre, wäre dies ein weiteres Zeichen für eklatantes Versagen staatlicher Stellen.

In den USA erscheint die Lage noch verheerender

Zum nächsten unerfreulichen Thema: Die Entwicklung in den USA

Einmal abgesehen von dem mit demokratischen Vorgehensweisen und der Gewaltenteilung unvereinbaren Vorgehen der Regierung: Was hier wirtschaftspolitisch passiert, ist in unseren Augen nicht zwingend, aber mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit ökonomisch eine sehr schlechte Idee. Neben den Selbstbereicherungsorgien der Kreise um den Präsidenten ist das offensichtlich herausstechende Merkmal der Trumpschen Politik die US-Handelspolitik. Um einmal etwas Positives zu sagen: Angesichts der geopolitischen Lage ist es nachvollziehbar, dass die USA in Kernprodukten nicht mehr von China und Staaten, die China nahestehen (könnten), abhängig sein wollen und dementsprechend ihre Grundstoffindustrien, Werften, die Produktion seltener Erden, die Pharmaproduktion usw. usf. unter eigener Kontrolle haben wollen. Das stünde auch der EU gut an.

Beispiel seltene Erden: Die Abhängigkeit der Welt von dem praktischen Monopolproduzenten der meisten seltenen Erden, nämlich China, hat das Potential zu einem Desaster. Der Zeitbedarf zum Aufbau der nicht (mehr) vorhandenen Kapazitäten wird teilweise auf 15 bis 20 Jahre geschätzt. Auch wenn man in verschiedenen Anwendungen seltene Erden durch andere Produkte und Verfahren ersetzen kann, ist



dieser Umstand ein strategisches Problem sondergleichen, analog der bis vor zwei Jahren praktisch nicht mehr vorhandenen Verteidigungsfähigkeit der EU. Aber wie wir alle wissen, hat die Politik Wert auf anderes gelegt, z. B. das Anmalen von Straßen zur Beglückung der Radfahrer. Und die Gewinnung, Aufbereitung und Verarbeitung seltener Erden ist umweltbelastend, das wollen wir hier nicht haben. Zudem liefert China billiger, damit war auch die Industrie überzeugt. Mal schauen wie lange noch.

Leider schießen die USA über das Ziel hinaus. Die umfängliche Autoproduktion ist beim besten Willen nicht strategisch, und in den USA gibt es genügend eigene Kapazitäten, um nur ein Beispiel zu nennen, das die Administration besonders umzutreiben scheint. Diese Politik hat langfristig das Potential, den Weg Chinas vor 500 Jahren nachzuahmen, mit dem die damals mit Abstand größte Volkswirtschaft der Welt dank ihrer Jahrhunderte dauernden Abschottung zu einem verarmten Entwicklungsland wurde. Trump will, dass die Ausländer die USA finanzieren, die sie aus irgendeinem herbei halluzinierten Grund betrogen haben sollen (anstatt den USA, wie es der Realität entspricht, durch die Finanzierung eines massiven Leistungsbilanzdefizits einen Konsum deutlich über deren Leistungsfähigkeit ermöglicht zu haben). Kompetente ausländische Arbeitskräfte sollen 100.000 \$ Visagebühren bezahlen, Facharbeiter von Unternehmen befreundeter Nationen werden mal eben auf Baustellen verhaftet. In der Trump-Logik müssen dann die Amerikaner ranklotzen, statt wie bisher unter den Schlauesten der acht Milliarden Erdenbewohnern auswählen zu können. Das Ergebnis dürfte bei einem ausbleibenden Kurswechsel sein, dass wie immer bei der Abschottung ineffiziente Strukturen erhalten bleiben und dies den Wohlstand dauerhaft mindern wird. Mal schauen, wie lange der Mindset weiter besteht. Und 500 Jahre sind ja durchaus ein langer Zeitraum.

Auch die EU hat die letzten Jahrzehnte wenig zum Wachstum beigetragen

Aus europäischer Sicht sollte man auch hier lieber schweigen: Wir verschwenden unsere Ressourcen auf eine außer Rand und Band geratene Bürokratie und Sozialstaaten, die Leistung strafen statt fördern, wie oben dargestellt. Kahlschlag des Sozialstaats in Deutschland bedeutet, dass man der Ansicht ist, dass die Umverteilung von 1,3 Billionen € ausreicht, um ein ansatzweise lebenswertes Leben, oft ohne entsprechende Gegenleistung, zu finanzieren. Die beliebteste Lösung vieler Politiker ist es, in einem Höchststeuern- und Abgabenland wie Deutschland, das dank der verfehlten Steuer- und Wirtschaftspolitik nunmehr trotz Bevölkerungswachstum seit mehr als einer halben Dekade nicht mehr gewachsen ist, noch einmal kräftig die Steuern zu erhöhen – anstatt sich auf Wachstum zu fokussieren; siehe oben. Da aber die Fraktionsvorsitzende der Grünen im Bundestag, wie neulich im deutschen Fernsehen vorgeführt, weder eine Ahnung von der Größe des Bundeshaushalts noch von der Höhe der Sozialausgaben hat, dafür aber genau weiß, dass jede Kürzung ein Kahlschlag wäre, muss man sich eben diesbezüglich über wenig wundern und sich auch lieber nicht der Illusion hingeben, dass ihre Gesinnungsgenossen über wesentlich mehr Faktenwissen verfügen.

Stattdessen hört man die unsinnige Diskussion über Dachdecker, die mit 65 nicht mehr arbeiten können. Davon gibt es ca. 60.000 in Deutschland, die meistens weit vor dem 60. Geburtstag andere Tätigkeiten aufnehmen. Auch wenn es noch andere belastende Berufe gibt: Dass die Deutschen bei Renteneintritt nicht mehr arbeiten können, dieser Mythos lässt sich bei Städtereisen oder Kreuzfahrten leicht widerlegen. 70 % der Bürger, die den früheren Ruhestand namens „Rente mit 63“ in Anspruch nehmen, haben in nicht stark belastenden Berufen gearbeitet. Und damit eben nicht als Dachdecker.



Und weil es in der Wahrnehmung wichtig ist: Gute Nachrichten gibt es gelegentlich auch. So ist der Anteil des europäischen GDPs, der zum Einkauf von Energie aufgewendet wird, wieder auf das Niveau der Jahre 2015-2020 gesunken, obwohl der Anteil des Gases, das als Flüssiggas nach Europa kommt, sich auf fast 40 % verdoppelt hat. Somit ist die Verteuerung, von der allenthalben gesprochen wird, ist erster Linie auf politische Entscheidungen zurückzuführen, wie die CO2-Besteuerung, die Netzaufgaben sowie die Infrastrukturkosten für die erneuerbaren Energien. Jedenfalls sollte man die Energiepreise nicht mehr als Hauptgrund für eine Verschlechterung der Rahmenbedingungen bemühen.

Aber: Entscheidend für eine gute Rendite ist die richtige Einschätzung der Bewertungen

Man wird in den nächsten Monaten sehen, ob die Regierung bereit ist, signifikante Reformen durchzuführen. Alles ist möglich, und grundsätzlich gehören wir als Aktieninvestoren eher zum optimistischen Lager. Und letzten Endes kann man mit Aktieninvestments auch Geld verdienen, wenn das Umfeld nicht perfekt ist, sondern die Bewertung stimmt. Und nun dazu, was dies für das Investieren bedeutet, und mit dem Ziel, hier eine positivere Note einzubringen.

Das oben Beschriebene ist nicht erfreulich, sollte aber einmal angeführt werden, nachdem sich der Narrativ verbreitet hat: Die Schuldenbremse ist geschliffen, jetzt wird alles großartig. Das ist eben nur ein Teil der Wahrheit. Die entscheidende Frage ist, ob die guten und die schlechten Aspekte in den Aktienkursen eingepreist sind. Und da sowohl die strukturellen Probleme wie auch die Effekte aus der Anpassung der Schuldenbremse ziemlich offensichtlich sind, ist wenig überraschend, dass dies in einer signifikanten Größenordnung je nachdem in Form einer erhöhten Risikoprämie bzw. einer Wachstumsprämie in den Kursen berücksichtigt ist. Unternehmen, die von den wachsenden staatlichen Aktivitäten direkt profitieren werden, haben eine teilweise beeindruckende

Performance erzielt. Anders als der breite Markt. Sichtbar ist dies alles an den Bewertungsabschlägen im Vergleich zu den USA, aber auch in Relation zu den Bewertungen, die für vergleichbare Assets in den Private Equity Märkten erzielt werden. Je nach Berechnung befinden sich die Abschläge zu diesen beiden Vergleichsmärkten auf einem Rekordniveau. Damit ist nicht gesagt, dass dies nicht auch noch alles schlimmer kommen kann. Es gibt aber eben einen Bewertungspuffer für diesen Fall, oder eine Kurschance, falls sich die Dinge im politischen Umfeld besser entwickeln sollten als man den Eindruck gewinnen kann.

Indizes sagen nicht alles: Ein Drittel der DAX und MDAX-Aktien liegen 2025 im Minus

Anders als die Indizes dies suggerieren herrscht an den Märkten nämlich nicht überall eitel Sonnenschein. Neben den großen Gewinnern wie Finanzdienstleistern, der Verteidigungsindustrie und den großen Technologieunternehmen gibt es eine Vielzahl von Aktien, die deutliche Kursverluste verzeichnen mussten.

Wie immer und immer wieder an dieser Stelle gepredigt: Die Qualität eines Unternehmens allein ist kein Kaufgrund. Wir sind durchaus in der Lage festzustellen, ob ein Unternehmen eine über- oder unterdurchschnittliche Qualität aufweist. Das ist aber nur ein Aspekt in der Beurteilung eines Investments. Man kauft schließlich die Aktie, und da ist es entscheidend, was man bezahlt und was man dafür erhält. Und Qualität ist nur ein Aspekt.

Ehemals teure Qualitätsaktien wieder preiswert...

Warum stelle ich das so heraus? 2025 entwickelte sich zu einem Jahr, in dem es auch Unternehmen mit einer weit überdurchschnittlichen Qualität nicht ganz einfach hatten. Schwache Wirtschaft, Wettbewerb aus China, Zolldiskussionen, zu viele Vorräte auf den unterschiedlichen Wertschöpfungsstufen, Auswirkungen der gestiegenen Inflation und vor allem die Auswirkungen der nun als nachhaltig angesehenen



Zinssteigerungen haben ihre Spuren hinterlassen. Was zur Folge hatte, dass bei Enttäuschungen Kursverluste im substanziellen zweistelligen Prozentbereich zu ertragen waren.

...während Verteidigungs- und Bankaktien vom Umfeld profitierten...

Auf der anderen Seite profitierten vom geänderten Umfeld mindestens zwei ehemalige Paria-Branchen: Banken und die Verteidigungsindustrie, beide mit deutlich steigenden Gewinnen. Infolgedessen mussten in einem gewaltigen Ausmaß Portfolios umgebaut werden. Wenn nun bei den ehemals unverzichtbaren Qualitätsaktien, die auch zuvor schon regelmäßig kein hohes, aber ein stabiles Wachstum verzeichneten, die Wachstumsraten und die Margen dank des schwachen Wachstums selbst in einem überschaubaren Rahmen enttäuschten, waren teilweise massive Kursverluste zu verzeichnen.

...und sich damit die Bewertungen quer durch die Branchen nivelliert haben

Mittlerweile handeln viele dieser Unternehmen, die wir teilweise seit mehr als einem Jahrzehnt aufgrund ihrer Bewertung gemieden haben, auf einem vertretbaren, teilweise niedrigen Bewertungsniveau. Allerdings haben wir (hoffentlich richtig) gelernt, dass die Kapitalströme sich nur längerfristig verändern. Aus den performanceschwachen Strategien wird Kapital abgezogen und in die zuletzt erfolgreichen Strategien wird investiert. Woran die bessere Performance im Einzelnen lag, wird da nicht genauer hinterfragt, was manchmal schade, manchmal aber vielleicht auch besser so für den Initiator ist.

Absolut gesehen sind viele deutsche Aktien weiterhin kaufenswert

Insofern sehen wir zusammengefasst das Umfeld folgendermaßen: Von der Konjunktur versprechen wir uns nicht viel, insbesondere, solange die Wirtschaftspolitik global auf einem wachstumsverhindernden Pfad ist. Auch in China ist nicht alles bestens, wenn man sich einmal die gigantischen Fehlinvestitionen in Infrastruktur, Immobilien und in den letzten Jahren in industrielle Kapazitäten anschaut. Die Zinsen nehmen wir einmal als gegeben hin, nachdem die Struktur wieder weitgehend der Normalität entspricht. Insofern sind auch die erheblichen verteilungswirksamen Effekte der letzten Jahre in den Kursen weitgehend umgesetzt und positiv wie negativ eingepreist. Kurz: Banken rauf, Immobilien runter. Mit Ausnahme der Unternehmen, die in den nächsten Jahren ein absehbar erhebliches Wachstum erzielen werden, vorneweg Verteidigung und teilweise Technologie, sind die meisten Aktien immer noch nicht zu teuer, oft sogar eher zu niedrig bewertet. Das gilt unter den gemachten Annahmen auch für Banken. Und ebenso wichtig: In einem wachsenden Maße trifft dies auch zu für Qualitätsunternehmen, insbesondere für diejenigen, die in letzter Zeit aus irgendeinem Grund ihre qualitäts- und sicherheitsfokussierten Investoren enttäuscht haben. Wenn diese Enttäuschungen zeitlich begrenzt sind, ergeben sich wieder erfreuliche Perspektiven.

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.