

Flossbach von Storch  
O W N E R S H I P

# Ansichten

eines langfristig denkenden Investors



**Qualität hat weltweit ihren Preis**  
Europa und die USA –  
ein Vergleich unter der Oberfläche

#2  
2/2025

Liebe Leserinnen und Leser,

Aktien von US-Unternehmen haben auch im Börsenjahr 2024 deutlich besser abgeschnitten als europäische – zum mittlerweile siebten Mal in Folge – getrieben durch eine spektakuläre Technologie-Hausse.

Dem folgt eine Diskussion, die Jahr für Jahr demselben Muster folgt: Demnach erzielen US-Aktien eine bessere Performance, während europäische Aktien mit niedrigeren Bewertungen punkten.

Das stimmt manche Anleger verständlicherweise nachdenklich. Ausgeprägte Unterschiede in Wertentwicklung und Bewertung können schließlich auf Risiken auf der einen und auf Chancen auf der anderen Seite hinweisen.

Doch woran sollte man sich orientieren? Reicht ein Blick auf Indizes, genauer auf deren Bewertung oder bisherige Kursentwicklung wirklich aus? Wir sind skeptisch. Genauso wenig wie der marktbreite US-Aktienindex S&P 500 die Breite der US-Wirtschaft abbildet, kann der ebenfalls marktbreite Aktienindex STOXX Europe 600 kein vollständiges Spiegelbild der Chancen und Risiken in Europa sein. Es sind zwei sehr unterschiedlich zusammengesetzte Indizes, nicht mehr und nicht weniger.

Das hilft aus unserer Sicht nicht bei der Entscheidung, wo Anlegerinnen und Anleger besser investieren. Denn wer sich ausschließlich auf Indizes stützt, vergleicht leicht Äpfel mit Birnen. Wie bei allen Kaufentscheidungen im Leben lohnt ein genauer Blick, um zu beurteilen, ob etwas im Vergleich tatsächlich preiswert ist. Und das lässt sich nur dann beurteilen, wenn man auch die Qualität berücksichtigt. Und solche Urteile fallen eben nicht an der Oberfläche.

Wir finden für unsere Portfolios Kaufgelegenheiten in den USA und in Europa. Denn wir investieren in Unternehmen. Unsere Einschätzungen zum Standort zeigen wir beispielhaft – oder im Vergleich von Äpfeln mit Äpfeln und Birnen mit Birnen im folgenden Text.

Wir wünschen viel Spaß mit der Lektüre.

Kubilay Yalcin

# Qualität hat weltweit ihren Preis

## Europa und die USA – ein Vergleich unter der Oberfläche

von Kubilay Yalcin

— | —

### Auf Indexebene **Der US-Markt überzeugt seit Jahrzehnten**

2024 entwickelten sich US-Aktien im Schnitt deutlich besser als ihre europäischen Pendanten. Angesichts der US-Dominanz im Technologiesektor, der von zahlreichen säkularen Wachstumstrends getragen wird und erneut deutlich steigende Gewinne erzielen konnte, ist das wenig überraschend.

Folglich machten, Stand Dezember 2024, acht Technologie-Unternehmen aus den USA bereits über 25 Prozent des MSCI World Index aus, der doch die Wertentwicklung von fast 1.400 Aktien aus aller Welt spiegeln soll.

Das vergangene Jahr ist keineswegs ein Einzelfall. Fakt ist: Sowohl der Performance- als auch der Bewertungsunterschied zwischen den Indizes in den USA und Europa bestehen bereits seit Jahrzehnten.

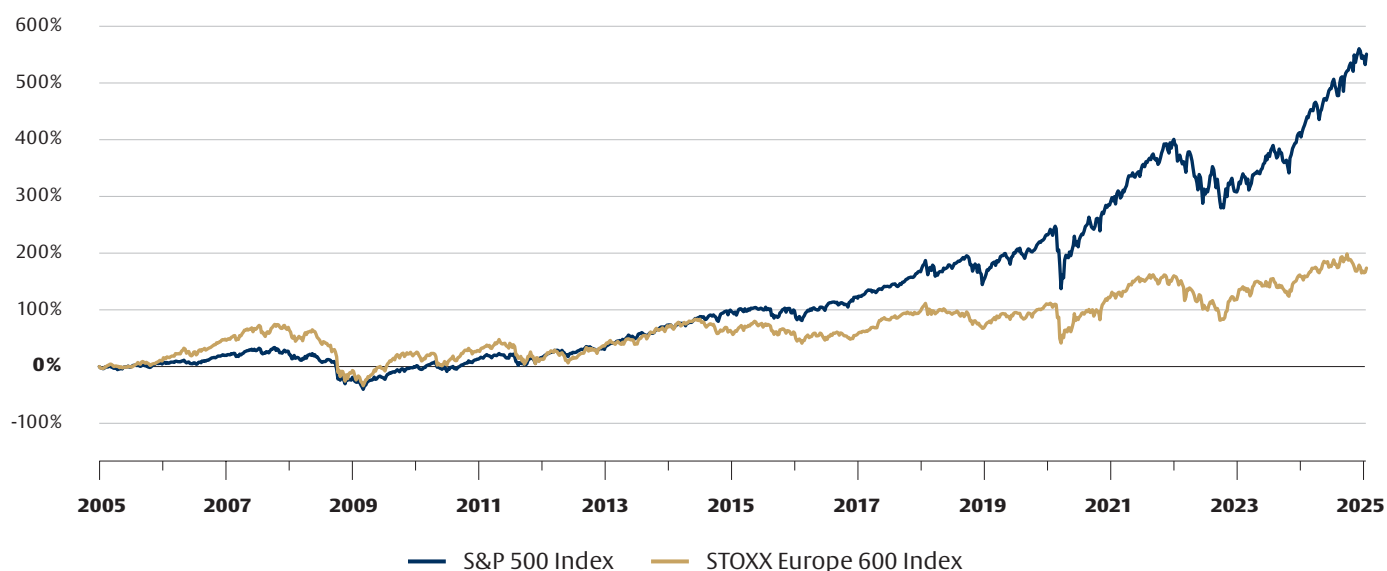
Ein Anleger, der vor 20 Jahren in den S&P 500 investiert hätte, konnte eine Gesamtrendite (inklusive Dividenden) von beeindruckenden 538 Prozent erzielen. Im Vergleich dazu liegt die Gesamtrendite des europäischen Pendanten, des STOXX Europe 600 bei „nur“ 167 Prozent – eine erhebliche Differenz von rund 371 Prozentpunkten.

Der Performance- als auch der Bewertungs-  
unterschied zwischen den Indizes in den USA und  
Europa bestehen bereits seit Jahrzehnten.

Grafik 1

### Der US-Aktienmarkt eilt davon

Wertentwicklung in US-Dollar (inkl. Dividenden; prozentuale Veränderung gegenüber dem 01.01.2005)



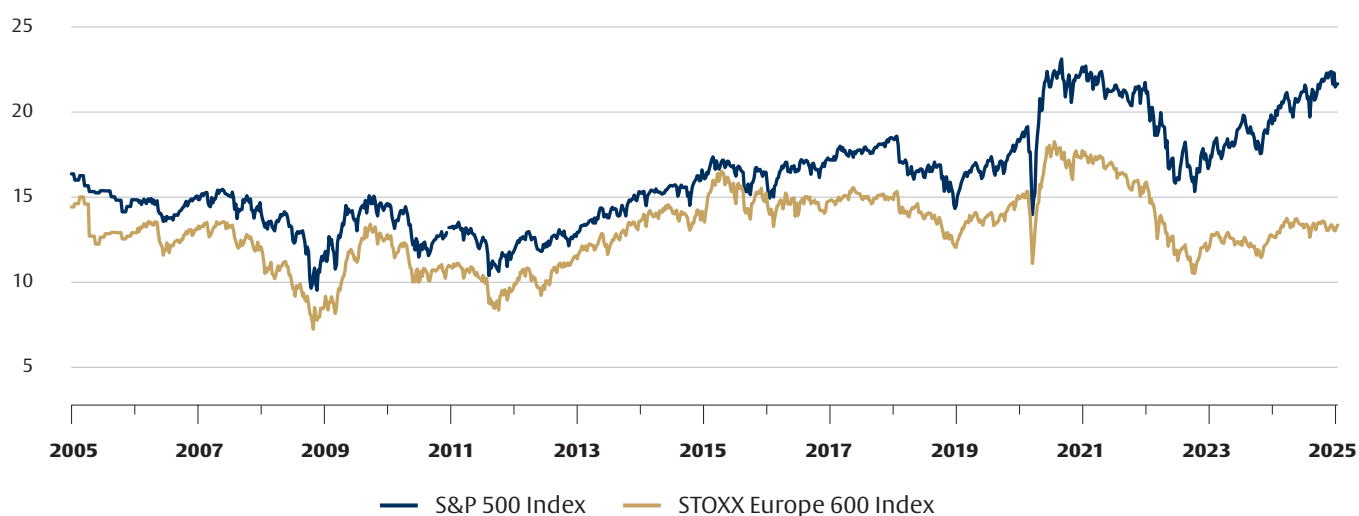
Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 23. Januar 2025

**Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

Grafik 2

### STOXX Europe 600 vs. S&P 500: Aktienbewertungen im Zeitablauf

Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf Basis der erwarteten Gewinne für die kommenden 12 Monate



Quelle: LSEG Datastream, Flossbach von Storch, Daten per 23. Januar 2025

**Die Gewinnerwartungen basieren auf spezifischen Annahmen. Die tatsächlichen Ergebnisse können hiervon erheblich abweichen.  
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

– || –

## Auf Unternehmensebene Unterschiede oft zu vernachlässigen – vorausgesetzt der Vergleich stimmt

Angenommen, die Geschäftsmodelle zweier Unternehmen auf beiden Kontinenten sind weitgehend identisch, dann stellt sich die Frage, welche Unterschiede zwischen europäischen und US-amerikanischen Unternehmen bestehen.

Zunächst spielen die Standortbedingungen eine zentrale Rolle – dazu zählen Absatzmärkte, Zugang zu Kapital, Verfügbarkeit qualifizierter Arbeitskräfte sowie rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen. Diese Faktoren haben insbesondere dann einen starken Einfluss, wenn Unternehmen primär auf ihren lokalen Märkten agieren. Mit zunehmender Unternehmensgröße und einer oft damit einhergehenden internationalen Expansion verlieren jedoch regionale Abhängigkeiten an Bedeutung. Unternehmen nutzen globale Chancen, sind dann aber auch globalen Risiken ausgesetzt.

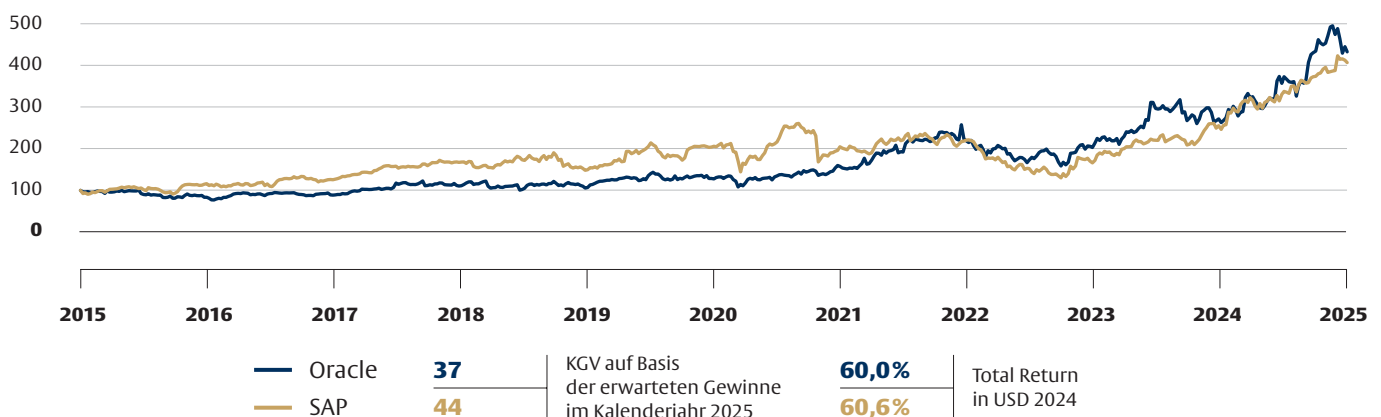
### Beispiel Technologie: Oracle versus SAP

So erzielen so manche US-Unternehmen einen wesentlichen Teil ihres Umsatzes außerhalb der USA und werden somit von weit mehr als nur den ökonomischen und rechtlichen Rahmenbedingungen in den USA beeinflusst. Beispielsweise Oracle, ein direkter Wettbewerber des in Deutschland ansässigen Tech-Konzerns SAP. Beide verdienen insbesondere mit Software und Clouddienstleistungen für Unternehmen ihr Geld. Der Umsatzanteil von Oracle außerhalb seines Heimatmarktes USA beträgt 45 Prozent. SAP wiederum generiert mit 33 Prozent einen großen Teil seiner Umsätze in den USA.

Grafik 3

### Oracle vs. SAP

Wertentwicklung in US-Dollar (inkl. Dividenden; indexiert auf den 1. Januar 2015 = 100)



Quelle: LSEG Datastream, Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 23. Januar 2025

Hiermit wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet.  
 Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage-, Rechts- und/oder Steuerberatung oder sonstige Empfehlung dar.  
 Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Der Standort eines Unternehmens scheint also weniger entscheidend, als zunächst vermutet. Vielmehr stehen globale (Wert-) Treiber im Fokus und die Frage, wie Unternehmen ihre Geschäftsmodelle so aufstellen können, dass sie von diesen Entwicklungen profitieren. Die positiven Eigenschaften vieler Technologieunternehmen – darunter ein wachsender Markt, befeuert durch Digitalisierungstrends, skalierbare Geschäftsmodelle mit vergleichsweise geringen Kapitalkosten und hohen Margen – gelten nicht exklusiv für US-amerikanische Unternehmen. Entscheidend ist vielmehr, dass Unternehmen diese Märkte mit den passenden Produkten und Dienstleistungen erfolgreich bedienen können.

Und SAP hat dies eindrucksvoll bewiesen: Ein Blick auf die Bewertung (KGV) und die Entwicklung des Aktienkurses zeigt, dass SAP seinem amerikanischen Konkurrenten hier in nichts nachsteht.

### Beispiel Gesundheitswesen: Roche versus Johnson & Johnson

Ähnliches gilt – wenn auch unter anderen Vorzeichen – für den Gesundheitssektor. Auch vor dem Hintergrund deutlich

stärker wachsender Alternativen verzeichneten die Aktien von Pharmaunternehmen wie dem Schweizer Unternehmen Roche und der US-amerikanischen Johnson & Johnson zuletzt eine ähnliche, deutlich unter dem breiten Markt liegende Wertentwicklung.

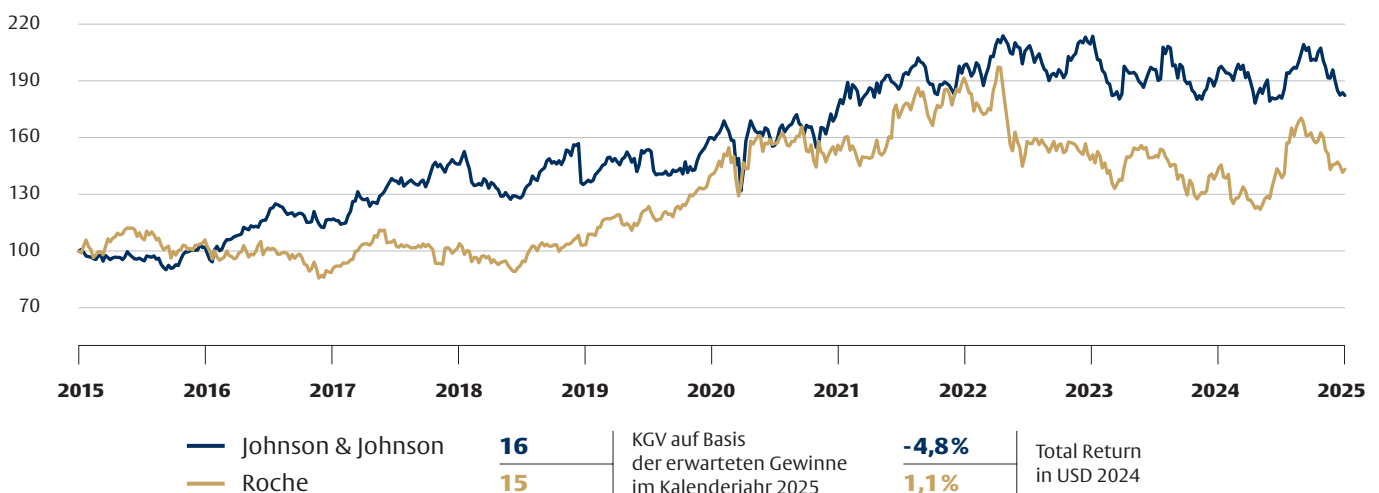
Zwar ist dies allein kein Beweis für eine direkte Vergleichbarkeit der beiden Unternehmen, doch grundlegende Gemeinsamkeiten sind unübersehbar: Beide agieren in derselben Branche und vertreiben ihre medizinischen Lösungen weltweit. Zudem führt Roche einen bedeutenden Teil seiner Forschungsaktivitäten in den USA durch, was bedeutet, dass das Unternehmen auch vom Zugang zu Spitzenkräften nicht allein auf die Schweiz beschränkt ist.

Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass Roche keinen merklichen Bewertungsabschlag gegenüber Johnson & Johnson aufweist. Die Unterschiede, die sich aus dem Ursprungsland eines Unternehmens ergeben könnten, sind also in der Praxis oft weniger signifikant, als man vermuten würde.

Grafik 4

### Johnson & Johnson vs. Roche

Wertentwicklung in US-Dollar (inkl. Dividenden; indexiert auf den 1. Januar 2015 = 100)



Quelle: LSEG Datastream, Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 23. Januar 2025

Hiermit wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet.  
Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage-, Rechts- und/oder Steuerberatung oder sonstige Empfehlung dar.  
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

## Beispiel Auto: Mercedes-Benz versus Ford

Es liegt in der Natur der Sache, dass Unternehmen, die auf eine lokale Produktion angewiesen sind, eine stärkere Abhängigkeit von ihrem Standort aufweisen als global ausgerichtete Unternehmen. Deutsche Automobilhersteller wie Mercedes fertigen traditionell einen Teil ihrer Flotte in Deutschland und sind dadurch unter anderem höheren Energiekosten ausgesetzt als einige Wettbewerber an anderen Produktionsstandorten. Im Falle von Mercedes basiert die Wahl Deutschlands als Produktionsstandort auf der historisch gewachsenen Expertise im Bau von Luxusfahrzeugen. Dieses Erbe prägt das Unternehmen bis heute und bietet eine klare Differenzierung. Ähnlich verhält es sich mit manchen Luxusgüterherstellern, die ihre Produkte traditionell in Frankreich oder Italien fertigen.

Dennoch verschwimmen auch hier die Grenzen zwischen regionaler und globaler Abhängigkeit.

Zum einen betreiben zahlreiche europäische Automobilhersteller Produktionsstandorte im Ausland. Mercedes verfügt neben seinen Werken in Deutschland über Standorte in den USA, China, Südafrika und Ungarn. Dadurch setzt sich das Unternehmen den lokalen

Kostenstrukturen und Währungsschwankungen in diesen Ländern aus. Doch vor dem Hintergrund, dass beispielsweise die USA ein bedeutender Absatzmarkt für den Hersteller sind, schafft dies wiederum eine gewisse Unabhängigkeit von Währungsrisiken und schützt zudem vor potenziellen Zöllen der Trump-Administration.

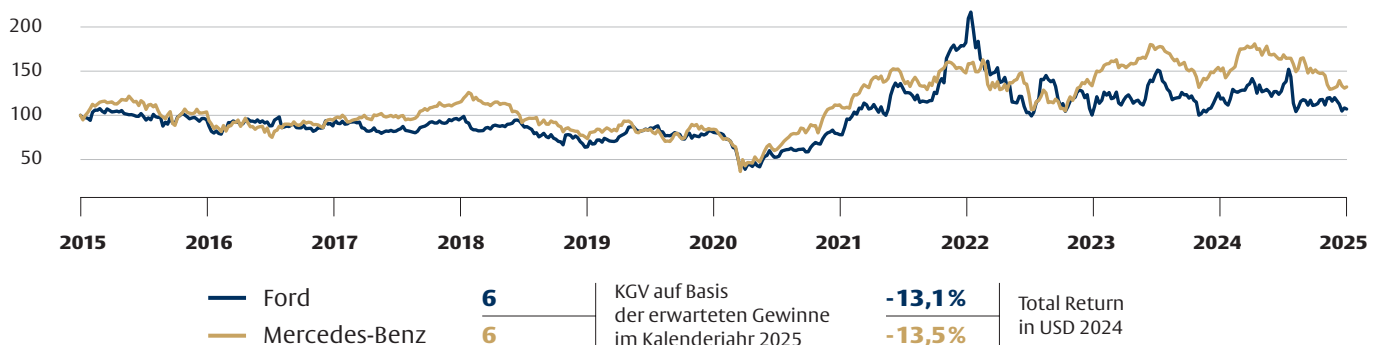
Entscheidend jedoch ist, dass global operierende Unternehmen – unabhängig von ihrem Hauptsitz – denselben übergreifenden Trends und Herausforderungen ausgesetzt sind. Ein US-amerikanischer Autobauer steht vor denselben Aufgaben wie ein deutsches Unternehmen: Elektrifizierung, einem zunehmenden Wettbewerb aus Asien und ein sich wandelndes Konsumverhalten. Die Beschaffungsmärkte ähneln sich ebenfalls. So traf die Halbleiterkrise in den Jahren 2021 und 2022 Automobilhersteller weltweit gleichermaßen.

Schaut man auf die Aktienkursentwicklung und Bewertung größer, tradierter Hersteller dies- und jenseits des Atlantiks, dann sieht man dementsprechend große Parallelen. Bei allen Unterschieden, die beispielsweise die US-amerikanische Ford und die deutsche Mercedes-Benz aufweisen – einen europäischen Bewertungsabschlag kann man in diesem Fall ebenso wenig erkennen, wie einen signifikanten Unterschied in der Wertentwicklung der Aktien in den letzten Jahren.

Grafik 5

### Ford vs. Mercedes-Benz

Wertentwicklung in US-Dollar (inkl. Dividenden; indexiert auf den 1. Januar 2015 = 100)



Quelle: LSEG Datastream, Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 23. Januar 2025

Hiermit wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet.  
Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage-, Rechts- und/oder Steuerberatung oder sonstige Empfehlung dar.  
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

– III –

## Strukturelle Standortvor- und Nachteile der USA Aus der Branchenperspektive

In verschiedenen Publikationen haben wir bereits den sogenannten amerikanischen Exzeptionalismus thematisiert. Die Unterschiede zwischen den USA und Europa sind auch für den Vergleich der Aktienmärkte von großer Bedeutung.

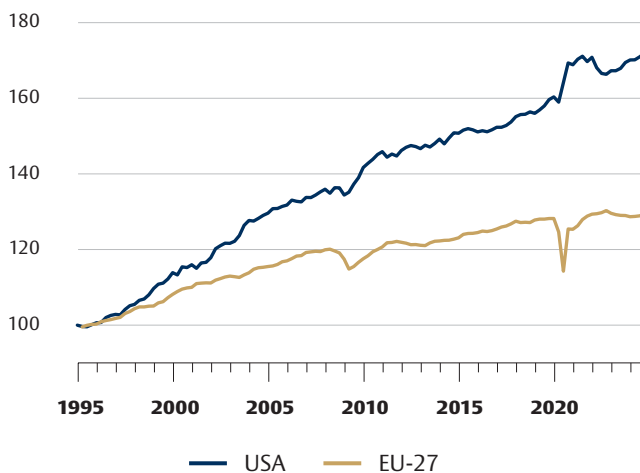
### Produktive, wachstumsstarke USA ...

Zunächst liegt die Produktivität pro Arbeitsstunde in den USA etwa 17 Prozent höher als in der EU. Darüber hinaus beträgt die durchschnittliche Wochenarbeitszeit in den USA rund 4 Prozent mehr als in Europa (Quelle: FVS Research Institute). Zusätzlich wird das Wachstum in Europa durch weitere strukturelle Faktoren wie etwa Demografie und Regulierung gehemmt. Diese Punkte allein erklären jedoch noch nicht, warum Europa gerade bei wachstums-

starken großen Unternehmen, aber auch bei rasant wachsenden Startups im interkontinentalen Vergleich unterrepräsentiert ist.

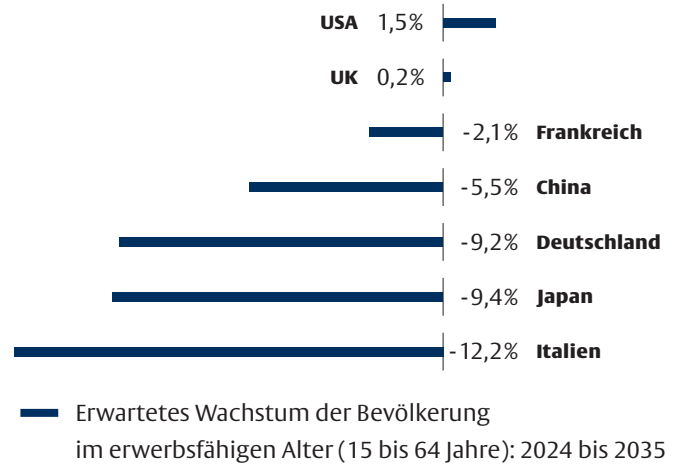
Ein entscheidender Faktor ist das gründungsfreundliche Umfeld, das in den USA über Jahrzehnte hinweg gewachsen ist. Die enge Verzahnung von Kapitalgebern, Universitäten und Branchennetzwerken sowie eine Kultur, die unternehmerischen Mut zelebriert, schafft ein ideales Biotop für die Entstehung digitaler Geschäftsmodelle. Doch nicht nur bei jungen Unternehmen und im Technologiesektor haben US-amerikanische Unternehmen oft die Nase vorn. Die USA stellen bereits seit Jahrzehnten, mit wenigen Ausnahmen, regelmäßig die größten Unternehmen der Welt – und zwar branchenübergreifend.

Grafik 6  
**US-Amerikaner  
mit deutlichen Produktivitätszuwächsen**  
Output je Arbeitskraft  
(indexiert auf 1995 = 100)



Quelle: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, Flossbach von Storch,  
Daten per 23. Januar 2025

Grafik 7  
**Demografischer Wandel verknappt  
das Arbeitskräfteangebot**  
Zahlreichen Volkswirtschaften steht ein Rückgang  
der Erwerbsbevölkerung bevor



Quelle: United Nations World Population Prospects 2022, Flossbach von Storch,  
Daten per 23. Januar 2025

### **... mit den meisten größten Unternehmen der Welt**

Die Gründe dafür sind vielfältig, doch einige Vorteile der USA stechen hervor. Es handelt sich um einen großen Markt mit einer gemeinsamen Sprache, einem einheitlichen rechtlichen Rahmen und weitgehend ähnlichen Kundenbedürfnissen. Dies erleichtert es den besten Unternehmen, einen breiten Markt zu bedienen und dabei Skaleneffekte und Marktmacht zu erzielen. Unternehmen wie AT&T, General Electric, ExxonMobil, IBM und Walmart sind nur einige Beispiele für diese Dynamik. Diese Skalenvorteile setzen zusätzliche Mittel für Innovationen frei, und ermöglichen nicht zuletzt dadurch auch die Finanzierung weiteren Wachstums.

Besonders im Technologiesektor erwies sich dies als entscheidender Wettbewerbsvorteil gegenüber europäischen Unternehmen. Amazon beispielsweise konnte über Jahre hinweg seine Prozesse optimieren, Beziehungen zu Händlern aufbauen, qualifiziertes Personal einstellen und sich zunächst ausschließlich auf den US-Markt konzentrieren, bevor es die Expansion nach Europa anging. Hinzu kam die Bereitschaft von US-Investoren, das Wachstum über längere Zeiträume hinweg zu finanzieren – selbst ohne frühzeitige Gewinne (Amazon erzielte erstmals 2003 einen Gewinn – neun Jahre nach Gründung und sechs Jahre nach dem Börsengang).

### **Fragmentiertes Europa ...**

Demgegenüber steht Europa mit einer stark fragmentierten Wettbewerbslandschaft, die aus der Vielzahl an Ländern und

Märkten auf diesem Kontinent resultiert. Viele Unternehmen sind aus ehemaligen Staatsmonopolen hervorgegangen, wie beispielsweise einige Telekommunikationsanbieter. Die Privatisierung dieser Monopole, zusammen mit regulatorischen Eingriffen, förderte die Entstehung zusätzlicher Anbieter. Gleichzeitig wurde jedoch eine pan-europäische Konsolidierung verhindert, was zu einem der wettbewerbsintensivsten Telekommunikationsmärkte der Welt führte. Dies wiederum resultierte in niedrigen Kapitalrenditen, die dringend benötigte Investitionen in die Infrastruktur – beispielsweise für schnelle Internetverbindungen – erheblich behinderten.

### **... mit oft wettbewerbsintensiven, weniger lukrativen Branchen**

In den USA gibt es hingegen drei große börsennotierte Telekommunikationsanbieter (AT&T, Verizon und T-Mobile USA), die weitestgehend profitabel arbeiten können und somit in der Lage sind, in Innovation und Wachstum zu investieren und zu monetarisieren.

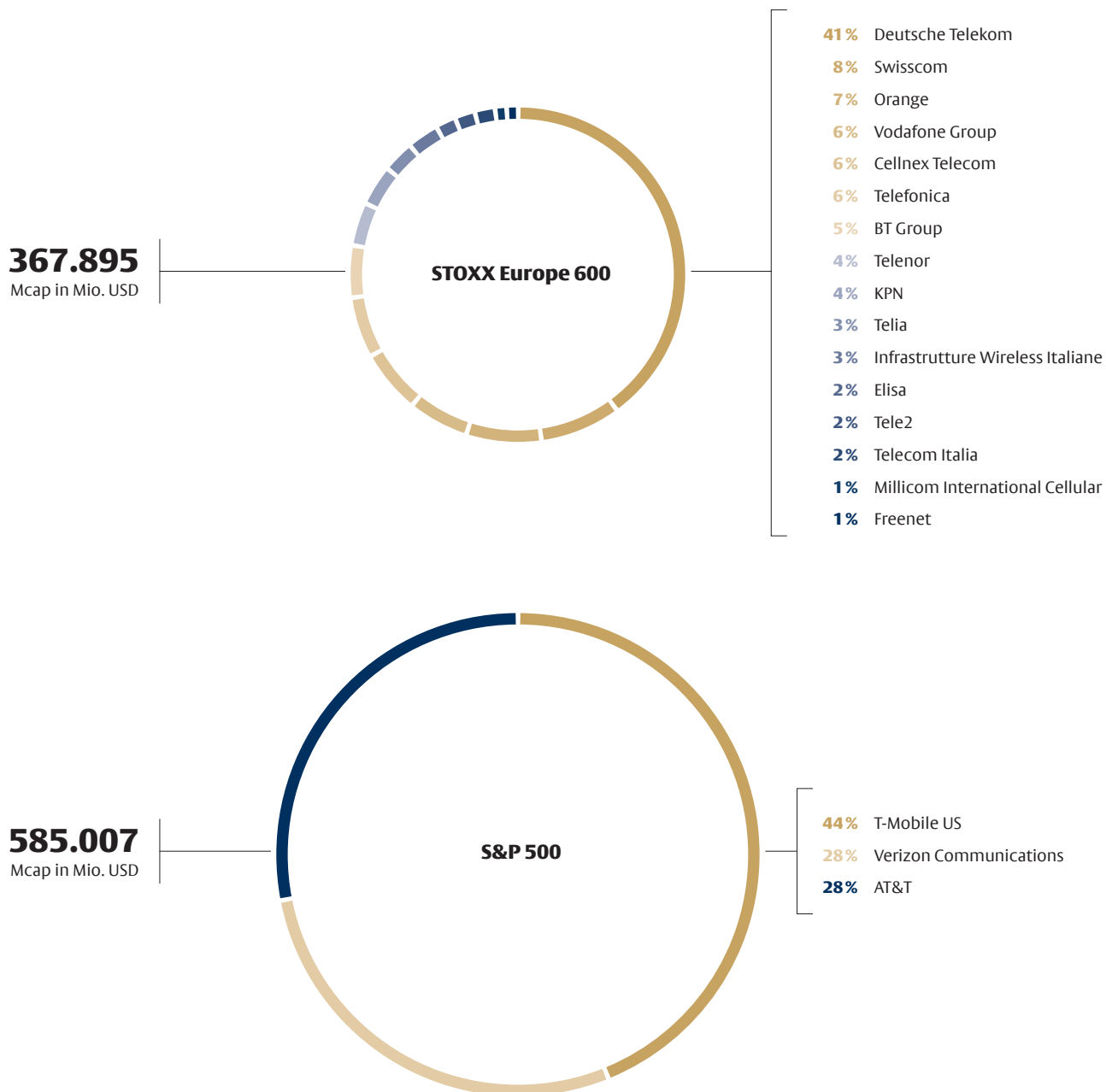
Ein weiteres Beispiel sind Finanzinstitute. Viele Banken in Europa, die historisch als regionale oder staatliche Banken entstanden sind, kämpfen in einem hart umkämpften Markt um begrenztes Marktpotenzial. Die geringe Profitabilität dieser Institute verringert ihre globale Wettbewerbsfähigkeit, was dazu führt, dass sie oft auf ihre regionalen Märkte beschränkt bleiben. Es ist dementsprechend kein Wunder, dass die profitabelsten und wertvollsten Banken der Welt in den USA zu finden sind.

**In den USA schafft die enge Verzahnung von Kapitalgebern, Universitäten und Branchennetzwerken sowie eine Kultur, die unternehmerischen Mut zelebriert, ein ideales Biotop für die Entstehung digitaler Geschäftsmodelle.**

Grafik 8

**Kommunikationsdienste**

Marktkapitalisierung STOXX Europe 600 vs. S&P 500



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

Hiermit wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet.  
Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage-, Rechts- und/oder Steuerberatung oder sonstige Empfehlung dar.

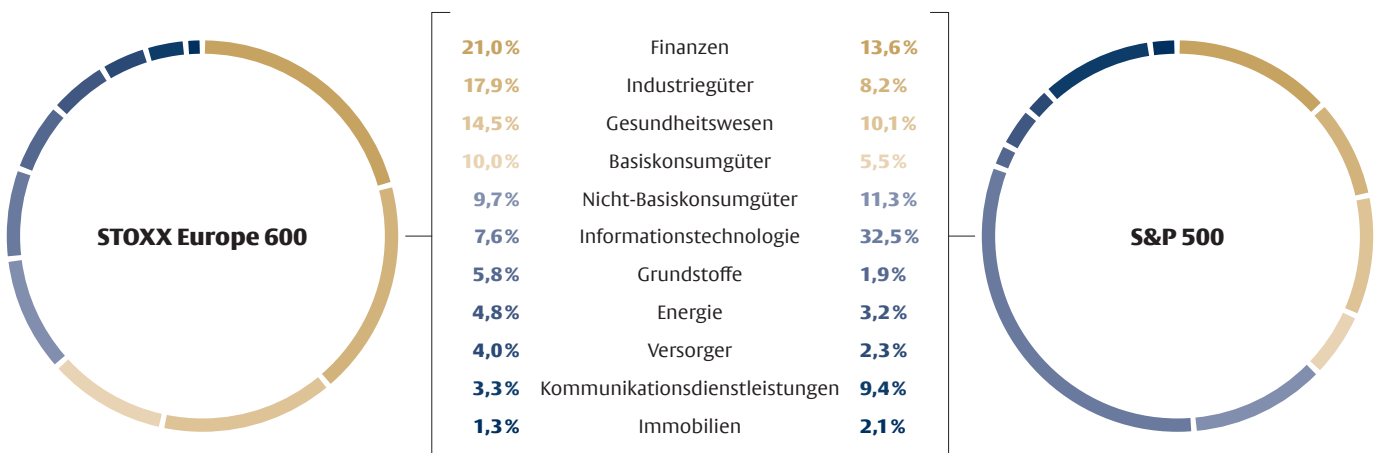
## Fazit

### Unternehmensbeurteilung schlägt Indexentscheidung

Schaut man auf die sektorale Aufteilung der beiden Leitindizes, fällt sofort ins Auge, dass sie sich signifikant unterscheidet. Einerseits ist in Europa der Anteil grundsätzlich zyklischerer Sektoren wie Finanzen und Industriegüter deutlich höher. Im Sektor Infor-

mationstechnologie, der den S&P 500 dominiert, ist das Gewicht in Europa hingegen gering. Unterschiedliche Wachstumsprofile zwischen diesen Sektoren erklären bereits einen großen Teil der Bewertungslücke auf Index-Ebene.

Grafik 9  
**Sektorgewichtung**  
STOXX Europe 600 vs. S&P 500



Quelle: STOXX, S&P, Flossbach von Storch, Daten per 31. Dezember 2024

**Die Gewinnerwartungen basieren auf spezifischen Annahmen. Die tatsächlichen Ergebnisse können hiervon erheblich abweichen.  
Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

In Europa ist der Anteil grundsätzlich  
zyklischerer Sektoren deutlich höher.

Dazu kommen die oben beschriebenen strukturellen Faktoren, die die Wachstumsaussichten der US-amerikanischen Wirtschaft sowie die Profitabilität vieler Unternehmen und Sektoren positiv beeinflussen. Letzteres zeigten wir beispielhaft am Telekommunikationssektor oder an Banken. Darüber hinaus genießen lokal aktive Unternehmen in den USA im Vergleich zu ihren europäischen Pendanten bessere Wachstumsaussichten. Beide Faktoren – eine höhere Profitabilität und bessere Wachstumsaussichten – rechtfertigen auch die höheren Bewertungen amerikanischer Unternehmen im Verhältnis zu ihren aktuellen Gewinnen.

#### **Pauschale Urteile helfen nicht ...**

Trotz der strukturellen Nachteile vieler europäischer Unternehmen lassen sich jedoch keine pauschalen Aussagen über Chancen oder Risiken ableiten. Denn die genannten Beobachtungen gelten nicht für global agierende europäische Unternehmen mit attraktiven Geschäftsmodellen. Es ist daher nur logisch, dass solche Unternehmen nicht generell mit Abschlägen gegenüber ihren US-Pendanten bewertet werden.

Bei der Frage „USA oder Europa“ bleibt deshalb ein fundierter Blick auf das jeweilige Geschäftsmodell unerlässlich – wie bei allen Investitionsentscheidungen. Die Annahme, dass europäische Unternehmensanteile bei gleicher Qualität grundsätzlich günstiger als ihre US-Pendanten seien, halten wir für falsch. Oder, um es klarer zu formulieren: Unternehmen mit höherem Risiko findet man auch in den USA zu niedrigen Bewertungen, während hochwertige Unternehmen in Europa ebenso hoch bewertet sein können wie in den USA.

#### **... es kommt aufs Unternehmen an**

Mit anderen Worten: Man sollte genau in den Einkaufskorb schauen, um sicherzustellen, dass tatsächlich Äpfel mit Äpfeln und nicht Äpfel mit Birnen verglichen werden.

**Man sollte genau in den Einkaufskorb schauen,  
um sicherzustellen, dass tatsächlich Äpfel mit Äpfeln  
und nicht Äpfel mit Birnen verglichen werden.**



Unser Ziel ist es, als Teilhaber vom nachhaltigen Erfolg guter Unternehmen zu profitieren.  
Wir sind davon überzeugt, dass sich dieser langfristig auch im Aktienkurs widerspiegeln wird.

#### Unser Aktienfondsmanagement-Team

(von links: die Fondsmanager Ludwig Palm und Michael Altintzoglou, Portfolio Director Kubilay Yalcin und Leiter Fondsmanagement Aktien und Partner Michael Illig)

Mit mehr als durchschnittlich 16 Jahren Berufserfahrung und mehr als 8 Jahren Unternehmenszugehörigkeit bauen wir auf einem starken Fundament auf.

#### RECHTLICHER HINWEIS

**Diese Publikation dient unter anderem als Werbemitteilung.** Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen von Flossbach von Storch zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und Zukunftserwartung von Flossbach von Storch wider. Dennoch können die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von den Erwartungen abweichen. Alle Angaben wurden mit Sorgfalt zusammengestellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück. Mit dieser Publikation wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die erhaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlage-, Rechts- und/oder Steuerberatung oder sonstige Empfehlung dar. Insbesondere ersetzen diese Informationen nicht eine geeignete anleger- und produktbezogene Beratung sowie ggf. die fachliche Beratung durch einen steuerlichen oder rechtlichen Berater. Diese Publikation richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen der Zugang zu den darin enthaltenen Informationen nicht zulässig ist (z.B. aufgrund der geltenden Gesetzgebung). Diese Publikation unterliegt urheber-, marken- und gewerblichen Schutzrechten. Eine Vervielfältigung, Verbreitung, Bereithaltung zum Abruf oder Online-Zugänglichmachung (Übernahme in andere Webseite) der Publikation ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung von Flossbach von Storch zulässig. Es ist dann der Umfang der Gestattung zu beachten und ein Hinweis auf die Herkunft der Vervielfältigung und die Rechte von Flossbach von Storch anzubringen. **Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.** Ein umfangreiches Glossar zu Themen und Begriffen finden Sie auch auf [www.flossbachvonstorch.com/glossar/](http://www.flossbachvonstorch.com/glossar/). © 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.



Flossbach von Storch

Herausgeber: Flossbach von Storch SE, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-0, Fax +49. 221. 33 88-101, [info@fvs.com](mailto:info@fvs.com), [www.flossbachvonstorch.de](http://www.flossbachvonstorch.de)  
Geschäftsführende Direktoren: Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk Vorsitzender des Verwaltungsrats: Kurt von Storch  
Umsatzsteuer-ID: DE 200 075 205 Handelsregister: HRB 120796 (Amtsgericht Köln) Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht,  
Marie-Curie-Straße 24–28, 60439 Frankfurt, Deutschland; Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Deutschland, [www.bafin.de](http://www.bafin.de)

Kontakt Österreich: Flossbach von Storch SE, Zweigniederlassung Österreich, Schottenring 2 – 6/8, 1010 Wien, [www.flossbachvonstorch.es](http://www.flossbachvonstorch.es)