



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

UNTERNEHMEN 24/03/2022

Darf denn Aktie Sünde sein?

von Christof Schürmann

Zusammenfassung

Investments in Aktien sollen zunehmend ethischen Kriterien genügen. Doch was das darunter zu verstehen ist, wandelt sich im Laufe der Zeit. Investoren verzichten deshalb möglicherweise auf Rendite.

Abstract

Investments in stocks should increasingly satisfy ethical criteria. But what this means changes over time. Investors may therefore forego returns. summary of the study



Aktienanalysten sind gemeinhin zwar ein notorisch optimistisches Völkchen – neigen sie doch regelmäßig dazu, die von ihnen beobachteten Unternehmen eher in einem positiven Licht zu sehen als in einem schlechten. Kaufempfehlungen oder sogenannte „Outperformer“-Ratings sind deshalb die Regel. Doch dass eine Firma gleich von 24 der 29 verantwortlichen Analysten ein positives Votum erfährt, ist eher eine Seltenheit. Zumal wenn es sich dabei um einen sogenannten *Sin Stock* handelt. Eine Aktie eines Unternehmens, das den moralischen Maßstäben der (Finanz)-Welt nicht gerecht wird – zumindest nicht in der Jetztzeit.

Doch das ficht eben jene 29 Analysten, die derzeit den Ölkonzern Shell bewerten, offenbar nicht an: Niemand von ihnen hält ein negatives Aktienrating für das inzwischen rein britische Unternehmen, das erst kürzlich seine Zusatzfirmierung Royal Dutch ablegte. Nun sollte niemand unkritisch die Einschätzung von Analysten übernehmen (ob die Aktie für ein Anlegerportefeuille geeignet ist, steht auf einem anderen Papier und für eine solche Einschätzung bedarf es mehr als eines positiven Analystenkonsenses), doch Öl- und Gaspapiere haben sich zumindest dieses Jahr generell als eine gute Idee erwiesen: Schlicht, weil sie hohe Zuwächse erzielten.¹

Unternehmen sollen über alle Zweifel erhaben sein

Eine kurzzeitige gute Performance ist das eine, der weitere Blick das andere. *Sin Stocks* stehen dabei unter besonderer Beobachtung. Denn so stark wie nie zuvor sind Papiere aus als sündig erachteten Branchen von Verbannung betroffen – so hat es zumindest den Anschein.

Galt das traditionell schon immer für Aktien von Unternehmen des sogenannten Adult Entertainments, für Glücksspiel-Betreiber, Rüstungshersteller, Tabak- und Alkoholproduzenten, sind auch längst Ölkonzerne in die Riege der verbannungswürdigen Titel aufgerückt. Und sie treffen dort noch auf die ebenfalls traditionell kritisch beäugten Unternehmen aus der Biotech- und Pharmabranche.

In Zeiten, in denen vermeintlich umweltfreundliche, sozial integre Unternehmen geführt von einem hoffentlich über alle Zweifel erhabenen Management bevorzugt werden sollen, steht die Frage in Raum, wie sich Aktien aus Branchen der Sünde im Renditewettbewerb stellen.

¹ Thomas Mayer, Aktie der Sünde, März 2022; <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/kommentare/aktien-der-suende/>

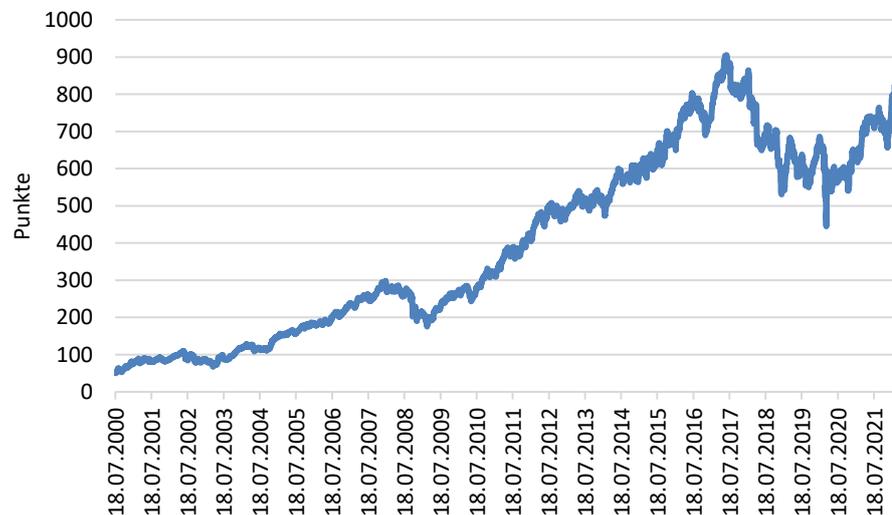


Aus Portfolios verbannt

Die Effekte des Bannstrahls sind in den Portfolios jedenfalls längst sichtbar. Norwegens größter Pensionsfonds KLP etwa trennte sich von Unternehmen, die in der Alkohol- und Glücksspielbranche unterwegs sind: Für einen Rauswurf aus dem Portfolio genügte dabei schon ein Erlösanteil an „sündigen Geschäften“ von 5,01 Prozent. Pornografie war ohnehin schon aus dem Portfolio des Pensionsfonds ausgeschlossen, ebenso wie Unternehmen, die Umsätze mit Cannabis erzielen. Und Tabakaktien finden sich bereits seit 1999 nicht mehr im Depot von KLP.

Die Pensionskasse verwaltet das Altersvorsorgevermögen von rund einer Million Beschäftigten des öffentlichen Sektors. Der generelle Verzicht auf einzelne Branchen hat sich auch als ein Verzicht an Performance erwiesen. Seit Sommer 2000 etwa haben Tabakaktien einen Ertrag von 1440 Prozent gebracht (inklusive Steuern und Dividenden), Anteilsscheine von Rüstungsherstellern haben den Anlegereinsatz seither immerhin fast genau versechsfacht (Grafiken 1 und 2). Währenddessen hat der vergleichbare S&P 500 Net Total Return nur 288 Prozent gutgemacht.²

Grafik 1: MSCI World Tobacco Net Total Return Index



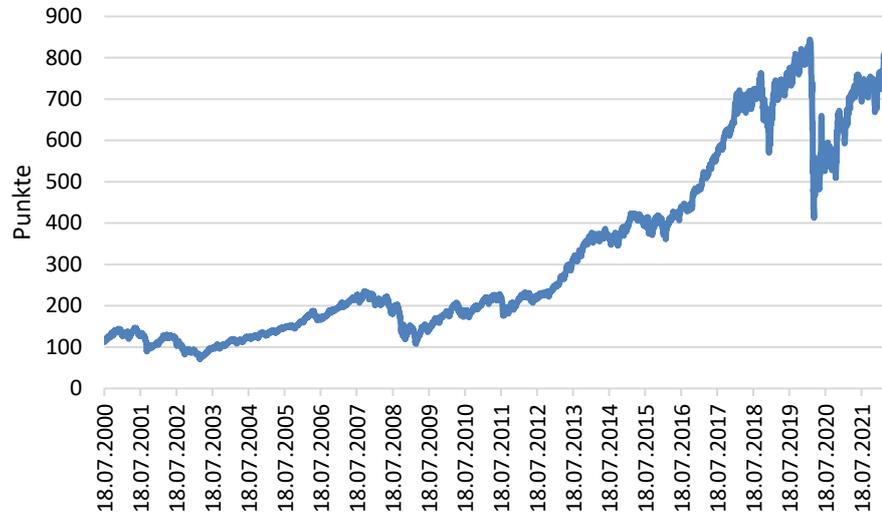
Quelle: Bloomberg, Stand: März 2022.

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

² Die in dieser Analyse verwendeten Indizes sind: MSCI World Tobacco Net Total Return Index, MSCI Aerospace & Defence Net TR Local Index, MSCI Integrated Oil & Gas Net TR USD, MSCI World Pharmaceutical Net Return Index, MSCI ACWI Biotechnology Net Total Return Index, Nasdaq CRB Monitor Global Cannabis Net Total Return Index, STOXX Sustainability ex Alcohol Gambling Tobacco Armaments & Firearms Adult Entertainment Net Return USD, S&P 500 Net Total Return Index, S&P Total Return (nur Grafik 6)



Grafik 2: MSCI Aerospace & Defence Net Total Return Index



Quelle: Bloomberg, Stand: März 2022. **Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

Auch im Vergleich zu Indizes, die etwa Waffen, Alkohol, Tabak, Erwachsenenunterhaltung und Glückspiel ausschließen, schlagen sich Tabak- oder Rüstungspapiere gut. Ein breiter Index des Anbieters STOXX, der Unternehmen aus eben diesen „sündigen“ Branchen verbietet, hat seit Anfang 2001 um 223 Prozent zugelegt (Grafik 3).

Zum Vergleich: Der S&P 500 Net Total Return bescherte Investoren über diesen Zeitraum mit plus 452 Prozent schon den gut doppelten Wertzuwachs. Tabakaktien (plus 872 Prozent) oder Rüstungspapiere (plus 446 Prozent) schlugen den unter moralischen Gesichtspunkten zusammengestellten Index über diesen Zeitraum ebenfalls bei weitem.

Grafik 3: STOXX Sustainability ex Alcohol, Gambling, Tobacco, Armaments & Firearms, Adult Entertainment, Net Return Index USD



Quelle: Bloomberg, Stand: März 2022. **Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**



Doch auch wenn Pensionskassen oder Indexanbieter auf moralisch einwandfreie Investments bauen, beantwortet das die Grundsatzfrage nicht: Was ist überhaupt Sünde? Je nach Religion beispielsweise fällt da die Antwort unterschiedlich aus, sie ist aber doch in den entsprechenden Schriften meist deutlich definiert.

Darüber hinaus, in einem weltlichen Kontext, wird es schnell unscharf. Der englische Schriftsteller Gilbert Keith Chesterton („Pater Brown“) schrieb: „Moral besteht wie Kunst darin, irgendwo eine Linie zu ziehen.“

Rauchen als Lifestyle

Dass diese Linie je nach Zeitgeist mal hierhin, mal dorthin verschoben wird, dürfte jedem, der die Lebensmittelebenen überschritten hat, schon gewahr geworden sein. So galt etwa der Konsum von Zigaretten eine lange Zeit über als uneingeschränkt gesellschaftsfähig. Der „leichte“ (Zigarette) wurde gegenüber dem „schwerem“ (Zigarre) Tabakkonsum einst sogar begrüßt.

Jeder (im Felde stehende) deutsche Soldat erhielt im Ersten Weltkrieg zu seiner täglichen Lebensmittelration konsequenterweise auch Tabakwaren in seiner Feldkost. Selbst als in den Fünfzigerjahren des 20. Jahrhunderts Berichte über Gesundheitsschädigungen nach Tabakkonsum aufkamen, folgte noch über Dekaden keinerlei gesellschaftliche Ächtung.

Am leichtesten lässt sich das an der Filmhistorie anschauen – bis Ende der Achtzigerjahre durchzog der blaue Dunst die Leinwände. Rauchen das war Lebensstil. Erst seit rund drei Jahrzehnten setzt sich in den meisten Filmen durch: Figuren, wenn sie denn überhaupt noch rauchen dürfen, sind in der Regel die Schurken. Demgegenüber ist Alkohol nach wie vor ein gern gesehener „Partygast“, gilt aber seit jeher am Kapitalmarkt als ein moralisch zweifelhaftes Investment.

Sündig je nach Anschauung

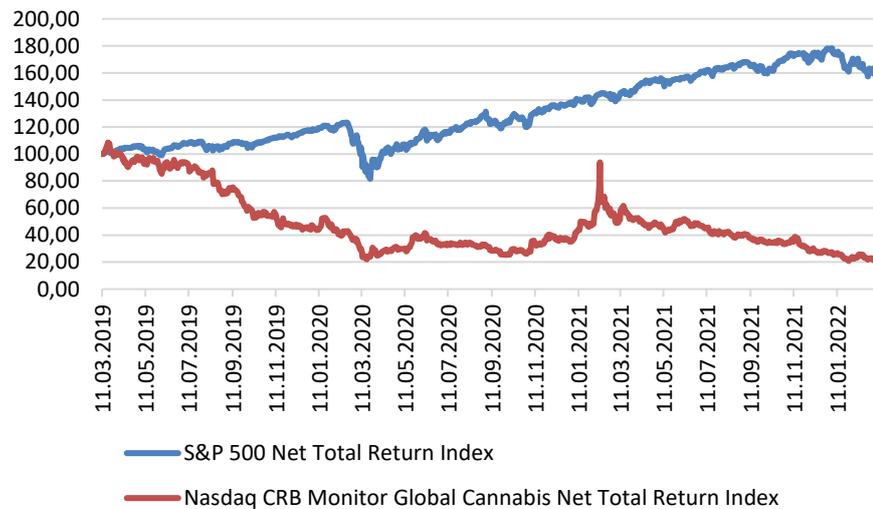
Die Götter des Kapitals verbannen jedenfalls je nach Anschauung mal dies, mal jenes aus den Portfolios: Der nach „islamischen Prinzipien“ arbeitende Amana Growth Trust Fonds schließt etwa Alkohol, Tabak, Pornografie, Waffen, Glücksspiel und die Förderer fossiler Brennstoffe aus.



Der Ave Maria Catholic Values Fund meidet Gesundheitskonzerne, die Empfängnisverhütung oder die Verwendung embryonaler Stammzellen fördern. Dass zum Beispiel in Sachen Alkohol die Sicht verschwimmt, zeigte der Anbieter FaithShares in inzwischen abgewickelten Fonds: Ein „baptistisches“ Produkt enthielt nicht einmal Niedrigprozentiges, während ein „lutherisches“ Portfolio nur Spirituosen verbot. Und ein „katholischer“ Fonds befürwortete sogar Alkohol.

Eher noch verpönt, doch aufgrund seiner zunehmenden Wahrnehmung als mögliches Heilmittel in Teilen der Gesellschaft zunehmend geachtet, ist Cannabis. In den vergangenen Jahren gab es zahlreiche Börsengänge junger Unternehmen, die mit dem Hanfprodukt dealen, und die sich diesen Wandel vom *Sin Stock* hin zum *Moral Stock* monetär zunutze gemacht haben. Doch ein *Buy and Hold* erwies sich nach dem Initial Public Offering bisher regelmäßig als ungesund für den Investorenerfolg (Grafik 4).

Grafik 4: Cannabis-Aktienindex seit Auflage und S&P 500



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2022. **Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

Wie schwierig es ist, Grenzen innerhalb einer der Sündenbranchen zu ziehen, zeigt auch die Rüstungsindustrie. Wer Feuerwaffen herstellt, ist ziemlich schnell als Depotbestandteil verpönt, wer Militärfahrzeuge liefert, ist das nicht unbedingt. Und sind nicht in jedem modernen Waffensystem Computerchips verbaut und arbeitet nicht das Militär mit Software bekannter börsennotierter Hersteller und nutzt deren Clouddienste? Dann müssten Investoren konsequenterweise auch Hard- und Softwareproduzenten in die Sündenabteilung verbannen – eigentlich.



Rasant in der Gunst der ethisch Korrekten gefallen sind jedenfalls Rohstoffunternehmen, die etwas mit Öl und Gas zu tun haben. Schon das Synonym *Schwarzes Gold* aber spricht Bände, wofür Öl einmal stand: für Wohlstand. Der politisch motivierte, und inzwischen sogar von den Notenbanken gesteuerte Schwenk hin zu erneuerbaren Energien stempelt inzwischen aber auch Ölk Aktien als Sündenpapiere ab.

Erklärungsnot für institutionelle Investoren

Eine Investition in *Sin Stocks* könnte private Investoren vielleicht einfach nur unangenehm sein, ganz sicher bringt sie institutionelle Anleger in Erklärungsnot: ihren Kunden, ihren Gremien oder staatlicher Aufsicht gegenüber. Der Effekt: US-Vermögensverwalter meldeten im Jahr 2018 tabakbezogene und waffenbezogene Investmentbeschränkungen über 2,9 Billionen und 1,9 Billionen Dollar, so Daten der Global Sustainable Investment Alliance.

Nach jüngsten Erhebungen dieser Gruppe waren zu Beginn des Jahres 2020 gut 35 Billionen Dollar „nachhaltig“ investiert, was einem Zuwachs von 15 Prozent über zwei Jahre entsprechen haben soll. Das alles wäre aus nüchterner Investorensicht ein kleines Übel, wenn Aktien aus den verschmähten Branchen an der Börse auch ihrem Image entsprechend schlecht abschneiden würden.

Doch dem ist längst nicht so – auf eine Branche trifft sogar das Gegenteil zu. Ein Dollar, der im Jahr 1900 in US-Tabakunternehmen investiert wurde, hätte sich über 115 Jahre inklusive Reinvestitionen der Dividenden in ein Vermögen von 6,28 Millionen Dollar verwandelt, so das Ergebnis einer Studie von Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton von der London Business School.³ Die Tabakindustrie war der Studie zufolge von 1900 bis 2015 die Branche mit der besten Wertentwicklung an der US-Börse, mit durchschnittlich 14,6 Prozent pro Jahr. In Großbritannien lag die Alkoholbranche ganz vorne. Brauereien und Brennereien bescherten Investoren aus einem Pfund Sterling im Jahr 1900 bis 2015 einen Wertzuwachs auf gut 243.000 Pfund.

Als solide geltende angelsächsische Industrien schnitten dagegen weitaus schlechter ab. Maschinenbauunternehmen etwa brachten binnen 115 Jahren nur einen Zuwachs von einem auf 2.280 Pfund. Die als Wachstumsmotor ebenfalls wichtigen US-Schiffsbauer erhöhten im selben Zeitraum ihren Wert von einem Dollar auf nur 1.225 Dollar.

³ Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, Does it pay to be bad?, 2015
<https://www.london.edu/think/does-it-pay-to-be-bad>



Auch in der näheren Vergangenheit schlugen sich *Sin Stocks* außerordentlich gut. Laut einer Studie von Frank Fabozzi, Finanzprofessor an der Universität Yale, warf ein breites Portfolio aus Sündenaktien von 1970 bis 2007 eine jährliche Rendite von rund 19 Prozent ab, deutlich mehr als Doppelte des Marktes, der Anlegern nur 7,9 Prozent pro Jahr einbrachte. In 35 der 37 Jahre übertrafen der Studie nach *Sin Stocks* den allgemeinen Aktienmarkt. Aus einer Investition von 10.000 Dollar in sündige Aktien hätten Investoren am Ende des Untersuchungszeitraums 6,3 Millionen Dollar an Portfoliowert vorgefunden, gegenüber nur 164.000 Dollar in Standardaktien.⁴

Warum ist „die Sünde“ so rentabel? In ihrer Studie von 2008 spekulierten Fabozzi et al., dass „Unternehmen der Sünde“ aufgrund der gesellschaftlichen Ächtung und staatlichen Regulierung Monopolrenditen erzielen könnten. In einem späteren Papier kommen Fabozzi und Blitz (2017) jedoch zu dem Schluss, dass es vielmehr Qualitätsmerkmale dieser Unternehmen in Bezug auf Profitabilität und Investitionen seien, die ihre Überperformance erklärten.⁵ Man könnte meinen, „Unternehmen der Sünde“ sind „Qualitätsunternehmen“. Und ist „Qualität“ eigentlich nicht „nachhaltig“?

Das Schlagwort Nachhaltigkeit hat jedoch erst in diesem Jahrhundert erst richtig Einzug gefunden in die Welt der Finanzindustrie. Drückt das nun die Performance von Sündenaktien gegenüber dem Gesamtmarkt? Die Antwort fällt je nach Branche unterschiedlich aus. So schneiden Öl und Gas sowie US-Glückspielaktien über knapp zwölf und knapp neun Jahre gegenüber dem Gesamtmarkt relativ schlecht ab.

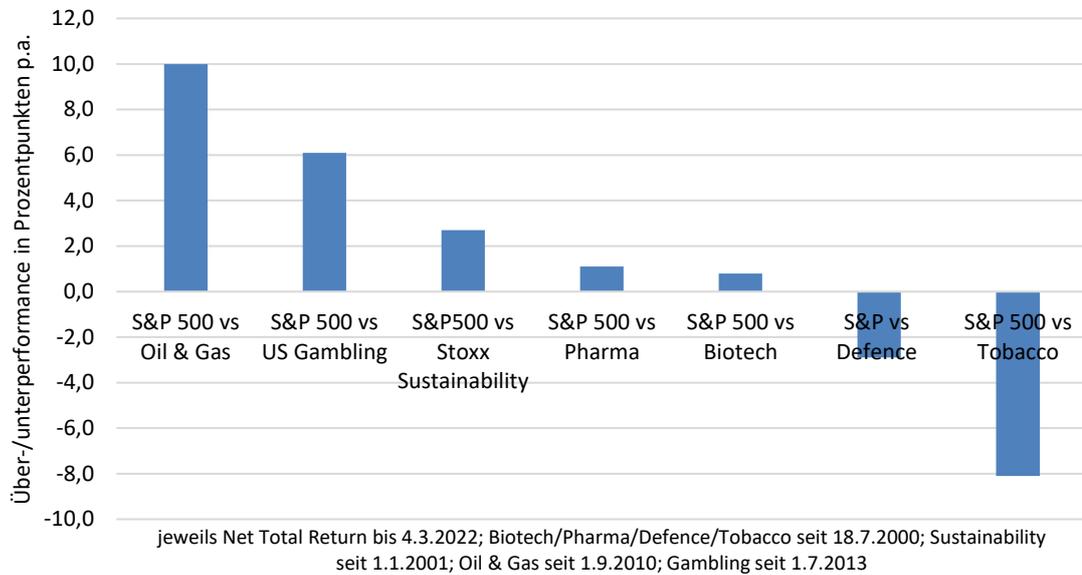
Gleiches gilt aber auch für ein breit gestreutes Investment mit Nachhaltigkeitslabel über gut 21 Jahre Betrachtungszeitraum. Deutlich besser als der Gesamtmarkt sind Rüstungs- und Tabakaktien seit Beginn dieses Jahrhunderts unterwegs. So liegt der S&P 500 gegenüber Tabakpapieren um enorme 8,1 Prozentpunkte pro Jahr hinten (Grafik 5).

⁴ Frank J. Fabozzi, K.C. Ma, and Becky J. Oliphant, Sin Stock Returns. The Journal of Portfolio Management, Fall 2008

⁵ David Blitz and Frank. J. Fabozzi. Sin Stocks Revisited: Resolving the Sin Stock Anomaly. Journal of Portfolio Management, Vol. 44, No. 1, 2017



Grafik 5: S&P 500 relativ zu Sündenindizes

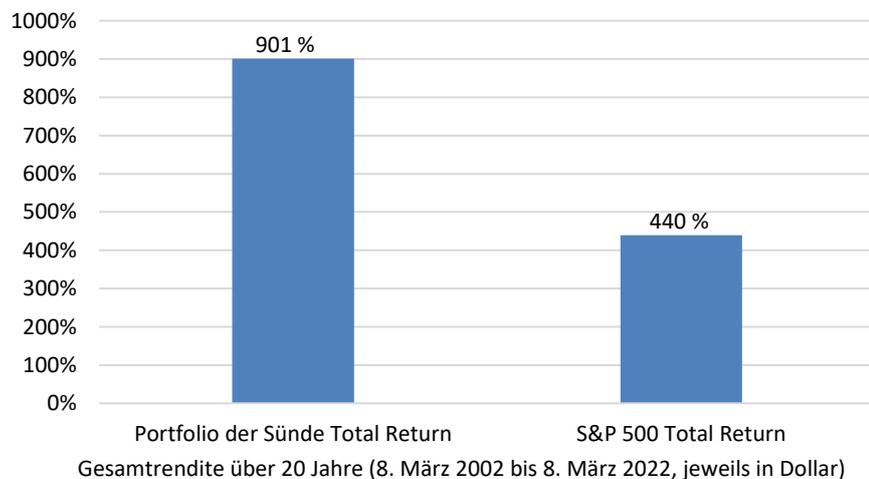


Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2022.

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

Allerdings spiegeln auch Branchenindizes häufig noch Masse statt Klasse. Das zeigt sich auch in der Performance eines gleichgewichteten Portfolios mit den jeweiligen Marktführern aus den Branchen Alkohol, Öl, Pharma, Rüstung und Tabak. Über einen Zeitraum von 20 Jahren erzielten Investoren mit dem aus fünf Aktien bestehenden „Portfolio der Sünde“ einen Gesamtertrag von gut 900 Prozent – was mehr als dem Doppelten eines Investments in den S&P 500 entspricht (Grafik 6).

Grafik 6: „Portfolio der Sünde“ und S&P 500



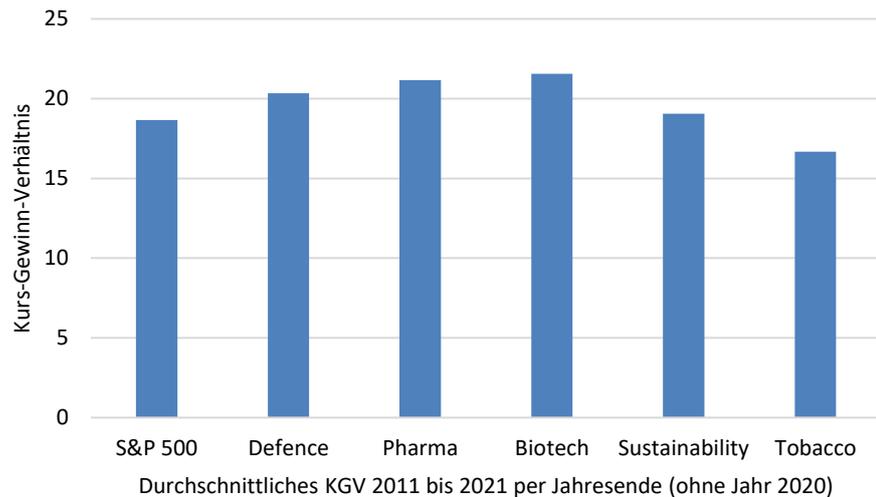
Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2022.

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



Doch welchen Preis bezahlten Anleger dafür? Gemessen am Klassiker unter den Aktienkennzahlen, dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), billigten Investoren Rüstungs-, Pharma-, Biotech- und „nachhaltigen“ Papieren in der jüngeren Vergangenheit eine höhere Bewertung zu als dem S&P 500 (Grafik 7, jeweils um das Coronajahr 2020 bereinigt).

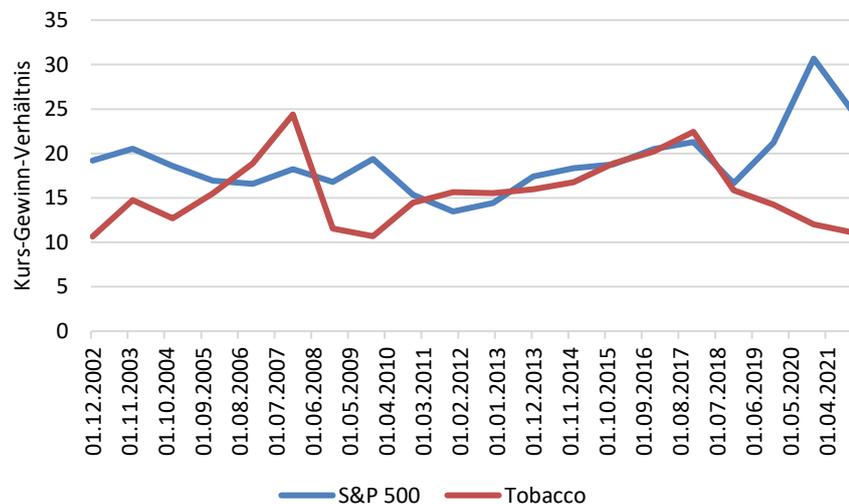
Grafik 7: KGV S&P 500 und KGV Sündenindizes, Nachhaltigkeitsindex



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2022

Regelmäßig unterdurchschnittliche KGVs bezahlten Anleger bei Tabakaktien. Zuletzt lag das durchschnittliche KGV von Tabakpapieren im Vergleich zum KGV des S&P 500 relativ betrachtet so niedrig wie nie in den vergangenen 20 Jahren, abgesehen vom Coronajahr 2020 (Grafik 8).

Grafik 8: KGV S&P 500 und KGV Tabakindex über 20 Jahre

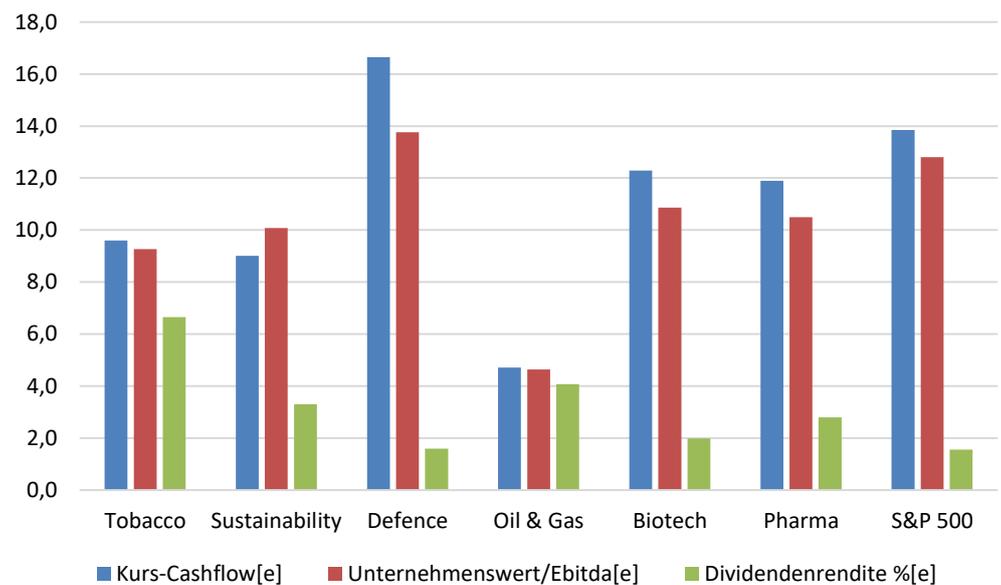


Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2022.



Auch die Betrachtung der erwarteten Mittelzuflüsse, dem Unternehmenswert zu operativen Gewinnen vor Vermögensabwertungen und der Dividendenrenditen zeigt, dass (abgesehen von den zuletzt haussierenden Rüstungsaktien) Sündenindizes aktuell niedriger bewertet sind als der S&P 500. Das gilt ebenfalls für den STOXX Sustainability. Besonders niedrig ist an diesen drei Kennzahlen gemessen der Öl- und Gas-Sektor bewertet (Grafik 9).

Grafik 9: Bewertung Sündenindizes, Nachhaltigkeitsindex und S&P 500



Quelle: Bloomberg, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: März 2022.

Fazit

Gemessen an den durchschnittlichen jährlichen Erträgen hat der breite Markt in den vergangenen Jahren gegenüber einigen Sündenbranchen wie Öl, Pharma oder Glücksspiel besser abgeschnitten. Aber auch Investments, die Sündenpapiere explizit ausschließen, hinken dem Marktdurchschnitt hinterher.

Deutlich besser – sowohl als „nachhaltige“ Investments, als auch als der breite Markt – haben Rüstungs- und Tabakpapiere abgeschnitten. Ein konzentriertes Portfolio, das zudem noch den führenden Alkoholhersteller einschließt (der regelmäßig in gemischten Getränke- und Nahrungsindizes untergeht), hat ebenfalls erhebliche Mehrerträge eingefahren. Gemessen an wichtigen Bewertungskennziffern ist derzeit nur der Rüstungsbereich höher bewertet als der breite Markt. Erstaunlicherweise sind Tabakpapiere trotz ihrer erheblichen Outperformance als niedrig bewertet einzuschätzen, mit erwarteten Dividendenrenditen, die aktuell mehr als vier Mal so hoch wie der Marktdurchschnitt gemessen am S&P 500 sind.



Bei Öl- und Gasaktien signalisieren gängige Parameter eine sehr geringe Bewertung. Dies könnte eine hohe Unsicherheit bezüglich der Anstrengungen dieser Unternehmen, ihre Geschäfte weg vom Fossilen zu entwickeln („*Beyond Petrol*“), widerspiegeln. Möglicherweise zeigt sich hierin aber (auch) eine *Margin of Safety*; ein Puffer, der Investoren vor größeren Verlusten aufgrund niedriger Bewertungen der Papiere schützen könnte. Dies bedarf einer vertiefenden Analyse der Einzelaktien.

Abgesehen von Öl und Gas sind die meisten Sündenbranchen weniger von preisverändernden Konjunkturzyklen betroffen, es gibt eine stetige Nachfrage, was die Papiere grundsätzlich attraktiv macht – dies könnte auch die abgesehen von Tabak regelmäßig höheren KGVs im Vergleich zum Gesamtmarkt erklären. Auch sind die Markteintrittsbarrieren in den Sündenbereich regelmäßig hoch, was die Konkurrenz begrenzt und besonders in Zeiten von Inflation eine mögliche Margenerosion verhindern kann.

Insgesamt lässt sich konstatieren, dass die Abgrenzung zwischen einem moralischen und einem unmoralischen Investment nur schwer möglich ist und sich im Zeitablauf regelmäßig verändert. So galt vor gut einer Generation etwa die Chemieindustrie als aus moralischer Sicht nicht investierbar, weil umweltverschmutzend. Heutzutage deutet sich beispielsweise an, dass die zuckerverarbeitende Industrie ins Visier gerät: Eine künftige Zusatzbesteuerung wie bei Tabak und Alkohol ist in absehbarer Zeit für süße Produkte durchaus denkbar.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2022 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Christof Schürmann *Redaktionsschluss* 23. März 2022