



UNTERNEHMENSANALYSE 17/2/2016

Der große Kehraus

von KAI LEHMANN

- Kommt es zu einem Wechsel an der Führungsspitze eines Unternehmens, so zeigt sich häufig ein Phänomen, das im englischsprachigen Raum unter der Bezeichnung *Big Bath* bekannt ist. Hierbei wird ein ohnehin schon schwaches Jahresergebnis künstlich weiter verschlechtert, indem Vermögenswerte abgeschrieben, Tochtergesellschaften unterhalb ihres Buchwertes veräußert oder massive Rückstellungen gebildet werden.
- Dieses Verhalten der Entscheidungsträger ist vor dem Hintergrund der bestehenden Anreize rational. Für Investoren jedoch können mit einem *Big Bath* vorübergehend erhebliche Vermögens-einbußen einhergehen.

Motivation

Als der neue CEO der Deutschen Bank John Cryan jüngst das vorläufige Konzernergebnis des Geschäftsjahres 2015 kommentierte, ließ er die Kapitalgeber wissen, der Konzern wolle weiterhin hart daran arbeiten „Altlasten zu bereinigen“¹. Die Bereinigung dieser Altlasten erfordere die massive Bildung für Rückstellungen, vornehmlich für Rechtsstreitigkeiten, Restrukturierungen und Abfindungen in Höhe von insgesamt 6,2 Mrd. €. Zudem müssten Geschäft- oder Firmenwerte aus vormals getätigten Unternehmensübernahmen im Umfang von 5,8 Mrd. abgeschrieben werden. Diese „Sonderbelastungen“ führten dazu, dass das Unternehmen zum Ende des Geschäftsjahres 2015 einen Rekordverlust von 6,8 Mrd. € nach Steuern ausweisen

musste. Der Aktienkurs gab im Zuge der Ergebnisveröffentlichung deutlich nach. Cryan führte die Notwendigkeit der Wertberichtigungen darauf zurück, dass der Konzern lange „auf der falschen Spur“ gefahren sei. Alt-CEO Josef Ackermann ließ wissen, von „dieser Kritik fühle er sich nicht angesprochen“².

Gegenwärtig ist offen, ob der neue oder der alte CEO der Bank Recht hat. Doch weist das geschilderte Beispiel einige Eigenschaften des sogenannten *Big Bath* auf, das gerade im Zuge eines Vorstandswechsels überproportional häufig zu beobachten ist. Hierbei werden möglichst viele Aufwendungen in die aktuelle Berichtszeitungsperiode verlagert. Die schwachen Ergebnisse werden hierbei häufig - zumindest

¹ https://www.db.com/newsroom_news/2016/medien/deutsche-bank-2-1-mrd-euro-verlust-nach-steuern-im-vierten-quartal-2015-und-6-8-mrd-euro-im-gesamtjahr-de-11378.htm, letzter Abruf erfolgte am 03. Februar 2016.

² <http://www.nzz.ch/wirtschaft/unternehmen/im-epizentrum-der-zypriotischen-finanzkrise-1.18681371>, letzter Abruf erfolgte am 03. Februar 2016.



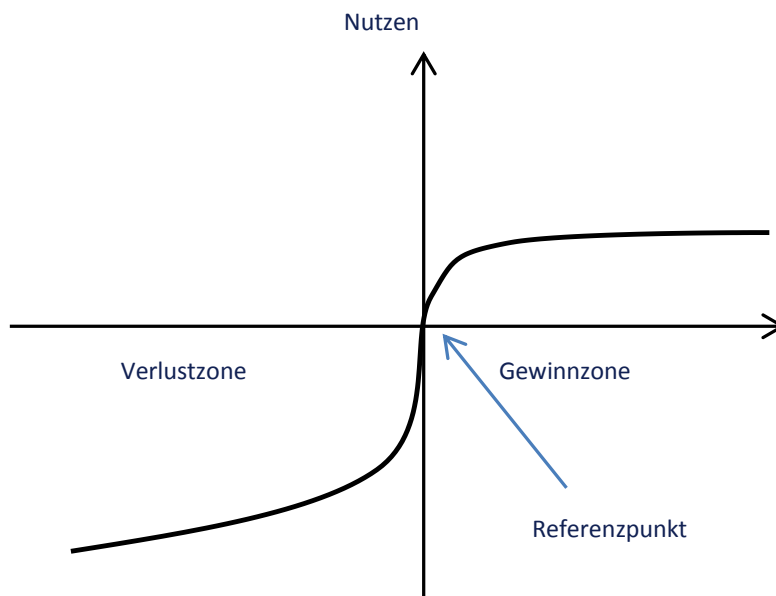
implizit - den Vorgängern angelastet. Das neue Management kann durch diese Maßnahme die Benchmark für zukünftige Leistungsbeurteilungen senken.

Vor dem Hintergrund der primären Zielsetzung internationaler Rechnungslegungsvorschriften, die in der Vermittlung entscheidungsrelevanter Finanzinformationen liegt, sollten kommunizierte Ergebnisse eigentlich jederzeit einem *true and fair view* folgen. Der Konzernabschluss müsste also jederzeit ein der Realität entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage wiedergeben. Doch muss man konstatieren, dass sich viele Vorstände diskretionäre Handlungsspielräume zu Nutze machen, die eine zeitliche Vor- und Nachverlagerung von Erträgen und Aufwendungen in einem gewissen Maße ermöglichen. Die Anreize zu einer derartigen Ergebnisbeeinflussung sind dabei so vielfäl-

tig wie die Möglichkeiten zur Erreichung dieses Ziels.

Im Hinblick auf die Kapitalmärkte gilt die wesentliche Motivation für ein *Big Bath* der Beeinflussung der Erwartungen von Investoren und Analysten. Kapitalmarktadressaten haben eine Präferenz für Stabilität gegenüber Volatilität. Stabile Ergebnisse werden schwankenden bevorzugt, selbst wenn die beiden Ergebnisströme über die Gesamtperiode zu einer gleichhohen Auszahlung führen. Hinzu kommt die Beobachtung, dass Kapitalmarktadressaten eine überproportional hohe Aversion gegenüber rückläufigen Gewinnen oder gar Verlusten haben. Dies ist auf die Nichtlinearität ihrer Nutzenfunktionen zurückzuführen, die von Kahnemann und Tversky im Rahmen der Neuen Erwartungstheorie beschrieben wurde (Abbildung 1)³ Nicht nur werden Verluste als schlimmer empfunden als

Abbildung 1: Nutzenfunktion nach Kahneman und Tversky



Quelle: In Anlehnung an Kahneman/Tversky (1979)

³ Vgl. D. Kahneman und A. Tversky (1979): Prospect theory: An analysis of decision under risk. In: *Econometrica* Band 47, Nr. 2, S. 263–291. Siehe hierzu auch Flossbach und Mayer (2015): Die „neue“ Normalität für den Anleger, abrufbar unter: http://www.fvs-ri.com/files/die_neue_normalitaet_fuer_den_anleger.pdf, Stand: 03. Februar 2016.



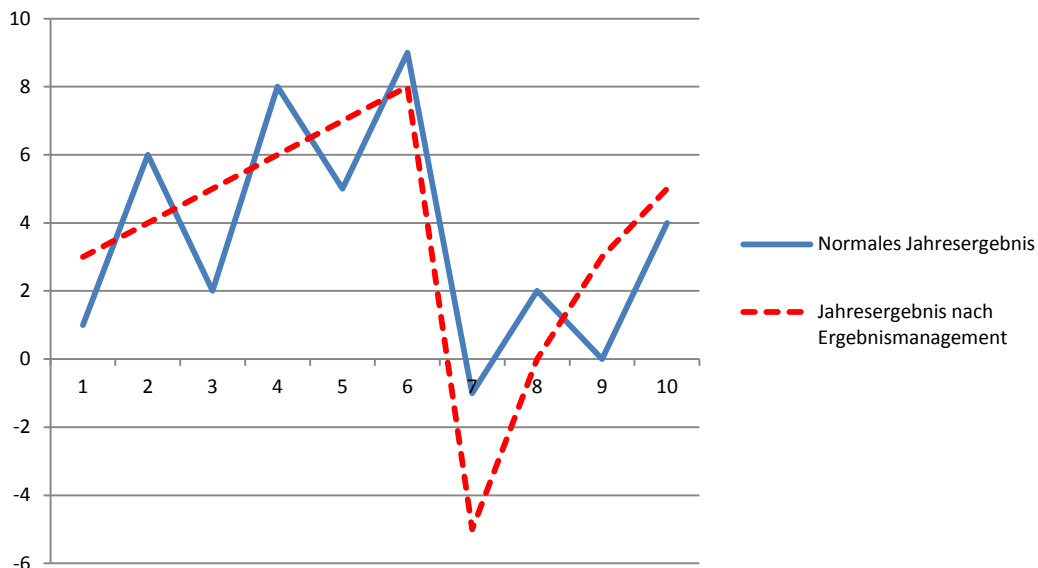
betragsmäßig gleichhohe Gewinne honoriert werden. Auch gibt es nahe dem persönlichen Referenzpunkt (an der Gewinnschwelle) einen Nutzenbereich, in dem die Adressaten sehr sensitiv auf gute oder schlechte Nachrichten bzw. auf eine Diskrepanz von erwartetem und eingetretenem Ergebnis reagieren.⁴

Neben den kapitalmarktbezogenen Anreizen liegt in der asymmetrischen Beteiligung an Gewinnen und Verlusten im Rahmen der variablen Vergütung der Entscheidungsträger ein weiterer wesentlicher Anreiz des *Big Bath*. Da das erzielte Jahresergebnis oftmals ein Performancekriterium mit recht hohem Gewicht bei der Leistungsbeurteilung des Top-Managements ist, haben Manager zwar zunächst einen Anreiz, das Ergebnis zu maximieren, so dass die Performancebeurteilung möglichst positiv ausfällt, was ganz im Sinne der Anteilseigner ist. Problematisch ist jedoch, dass Manager grundsätzlich

nur an positiven Ergebnissen partizipieren, während eine Verlustbeteiligung in der Praxis weitestgehend ausbleibt. Ob das Unternehmen nun einen großen Verlust oder einen weniger großen Verlust ausweist, ist hinsichtlich der variablen Vergütungsbestandteile in gewissem Maße irrelevant. Wenn man nun annimmt, dass der Manager eine Ergebnisstrategie verfolgt, die seine Auszahlung über die erwartete Beschäftigungsdauer maximiert, lässt sich auf Basis dieser Argumentation die in Abbildung 2 dargestellte optimale „Ergebnisstrategie“ für das Management ableiten:

Ergebnisse sollten aufgrund der hohen Sensitivität rund um den Referenzpunkt in einem gewissen Umfang geglättet werden (*Income Smoothing*), sofern sie unerwünscht stark von den Erwartungen des Marktes abweichen. Ist jedoch absehbar, dass die Erwartungen in einer bestimmten Periode ohnehin verfehlt werden,

Abbildung 2: Income Smoothing und Big Bath



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute

⁴ Dies wurde jüngst auch in einer Studie der Beratungsgesellschaft EY deutlich, in der gezeigt wurde, dass Kursabschläge bei deutschen Prime Standard Unternehmen bei negativen Prognoseänderungen deutlicher ausfallen als Kursaufschläge bei positiven Prognosekorrekturen. Vgl. EY (2016).



die Ergebnisse also massiv schlechter sind als vom Markt erwartet, so scheint es angeraten, möglichst viele Verlustkomponenten in die entsprechende Periode zu verlagern (*Big Bath*). Denn die abnehmende „Grenzscherzenkurve“ (erste Ableitung der in Abbildung 1 skizzierten Funktion) im Verlustbereich sorgt dafür, dass ein hoher Verlust bei weitem nicht so schlimm aufgefasst wird, wie die Summe vieler kleinerer Verluste. Zudem wird es dem Management *ceteris paribus* leichter fallen, die Adressaten in den kommenden Jahren mit positiven und weniger volatilen Ergebnissen zu beglücken, wenn bereits möglichst viele Verlustkomponenten in der betrachteten Periode gebündelt sind. Das Management erschafft sich einen „Ergebnispuffer“.

Die Möglichkeiten zur Beeinflussung von Jahresergebnissen sind wie beschrieben recht vielfältig. Sie umfassen zum einen sog. sachverhaltensgestaltende Maßnahmen, die im Wesentlichen auf die zeitliche Verlagerung von Geschäftsvorfällen abzielen, um ganz bewusst auf das bilanzielle Mengengerüst einzuwirken. Zum anderen liegt in den Abbildungsspielräumen einzelner Sachverhalte nach dem Bilanzstichtag Gestaltungspotenzial. Diese Spielräume beinhalten das Ausnutzen von Bilanzierungs- und Bewertungswahlrechten. So übt beispielsweise die Wahl einer bestimmten Abschreibungsmethode für abnutzbare Vermögenswerte großen Einfluss auf die ausgewiesene Vermögens- und Ertragslage eines Unternehmens aus. Insbesondere in der internationalen Rechnungslegung beeinflussen zudem (Ein-)Schätzungen eine Vielzahl von Bilanzpositionen in Höhe und Existenz. Allen Maßnahmen ist gemein, dass sich die daraus ergebenden Effekte im Zeitverlauf ausgleichen, so dass sie über die Totalperiode (unter Vernachlässigung von Zinseffekten) neutral wirken.

Was sagt die Literatur?

Bereits Moore (1973) findet Hinweise darauf, dass neu angestellte Manager bestehende Bilanzierungsspielräume nutzen, um ausgewiesene Ergebnisse zu beeinflussen und somit die Vergleichsbenchmark für künftige Performancebeurteilungen zu senken. Healy (1985) zeigt in seiner Analyse, dass Manager vermehrt Abschreibungen vornehmen und Umsätze in künftige Perioden verlagern, sofern ihr Bonus von diesen Maßnahmen nicht negativ tangiert wird. Haggard et al. (2015) belegen, dass sowohl die ausgewiesenen Unternehmensgewinne als auch die sog. *Cash Conversions* nach einem *Big Bath* weniger volatil sind und sich zudem die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt verringert. Jordan und Clark (2004) finden Hinweise darauf, dass der *Impairment-only-approach* im Rahmen der Goodwillbilanzierung von den Firmen zum Zwecke des Ergebnismanagements verwendet wird und insbesondere in den Jahren eine Wertkorrektur vorgenommen wird, die bereits durch anderweitige Aufwendungen ungewöhnlich schwach sind, was von den Autoren auf die zuvor geschilderte Beobachtung zurückgeführt wird, dass „[t]here seems to be little additional penalty for missing the earnings mark by a lot rather than a little“⁵. Ebenso zeigen Masters-Stout et al. (2008), dass neue CEOs wesentlich höhere *Goodwill-Impairments* vornehmen als ihre dienstälteren Kollegen und dass dieser Effekt besonders deutlich zu Tage tritt, wenn der neue CEO extern rekrutiert wurde. Bornemann et al. (2014) bestätigen den Befund, wonach ein *Earnings Bath* im Zuge eines CEO-Wechsels auch von der Art des jeweiligen Wechsels abhängt. Scheidet der vorherige CEO aus Altersgründen aus, so sind die Hinweise auf ein *Big Bath* weit weniger ausgeprägt als wenn andere Gründe zu einem Wechsel an der Führungsspitze führen, was

⁵ Jordan/Clark (2004), S. 64.



darauf zurückgeführt wird, dass Burg et al. (2014) zeigen, dass es insbesondere Manager mit wenig Selbstvertrauen sind, die über ein *Big Bath* Einfluss auf künftige Performancebeurteilungen nehmen wollen.

Da die dargestellten Befunde vornehmlich der US-amerikanischen Literatur entstammen und empirische Belege für ein *Big Bath* bei deutschen Unternehmen weitestgehend fehlen, soll diese Studie hierzu einen Beitrag leisten und auf Basis einer deskriptiven Auswertung Indizien für eine entsprechende Ergebnisstrategie bei den hiesigen Unternehmen liefern.⁶

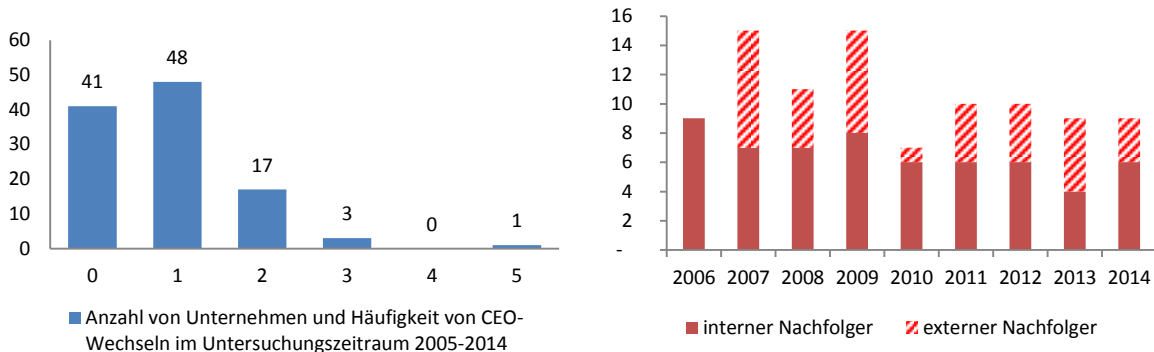
Gibt es auch bei deutschen Unternehmen ein systematisches Big Bath?

Im betrachteten Zeitraum 2005 bis 2014 gab es bei den 110 HDAX-Unternehmen (DAX, MDAX und TecDAX) in der Summe 96 Wechsel an der Führungsspitze, d.h. im Durchschnitt hat nahezu jedes Unternehmen im Laufe der letzten Dekade einen Wechsel des Vorstandsvorsitzenden verzeichnet. Allerdings war bei etwa einem Drit-

tel der Unternehmen durchgängig derselbe CEO tätig, während bei acht Unternehmen vier oder mehr CEOs im Amt waren (siehe Abbildung 3 links). Bezogen auf die insgesamt betrachteten 1.038 Firmenjahre entspricht dies einer durchschnittlichen CEO Amtszeit circa fünf Jahren.⁷ Abbildung 3 rechts zeigt die zeitliche Verteilung der CEO Wechsel und zeigt zudem auf, ob es sich bei dem jeweiligen Nachfolger an der Unternehmensspitze um einen externen oder einen internen Manager handelt.

Damit eine Bilanzposition überhaupt Potenzial für eine gewisse Ergebnisbeeinflussung und damit auch für ein *Big Bath* hat, muss sie zum einen über eine gewisse bilanzielle Relevanz verfügen, also einen nicht unwesentlichen Teil des Vermögens ausmachen. Zum anderen muss ein gewisser diskretionärer Spielraum bei Ansatz und Bewertung des jeweiligen Vermögenswertes bzw. der Schuld bestehen, wenn auch nur implizit. Als Bilanzpositionen, denen diese Attribute zugesprochen werden, können beispielsweise die eingangs geschilderten Wertberichtigungen auf Geschäfts- oder Firmenwerte

Abbildung 3: Anzahl der CEO-Wechsel pro Unternehmen (links) und zeitliche Verteilung der CEO-Wechsel (rechts)



Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute

⁶ Eine Ausnahme hiervon stellen Bornemann et al. (2014) dar, die in ihrer Studie ein systematisches Big Bath Accounting bei deutschen Sparkassen nachweisen können.

⁷ 71 Einzelbeobachtungen entfallen, da nicht alle Unternehmen durchgängig über eine Börsennotierung verfügten.



oder Restrukturierungsrückstellungen genannt werden.⁸ Ungewöhnliche Ausprägungen dieser Positionen können auf ein *Big Bath* hinweisen, ohne dass hierdurch eindeutige Befunde ableitbar sind, da die Hintergründe der Einzelfälle unbekannt sind.

Geschäfts- oder Firmenwerte, die im Rahmen von Unternehmensakquisitionen entstehen, werden seit einigen Jahren nicht mehr planmäßig, sondern nur noch im Falle einer außerplanmäßigen Wertminderung abgeschrieben, wenn ein zumindest einmal jährlich durchzuführender Impairment-Test einen entsprechenden Wertminderungsbedarf anzeigt. Dies ist dann der Fall, wenn der Buchwert der entsprechenden Geschäftseinheit über dem entsprechenden Fair Value liegt. Wie dieser „faire Wert“ ermittelt wird, ist für Außenstehende allerdings im Wesentlichen eine Black Box. Einerseits wundert es daher nicht, dass die Abschreibungen auf den Goodwill zu einer Ausnahme geworden sind.⁹ Auf der anderen Seite müsste es jedoch ebenso wenig verwundern, wenn gerade diese Position ein Spielball bilanzpolitischer Maßnahmen im Rahmen des „großen Bades“ wäre.

Gleiches gilt für sogenannte Restrukturierungsaufwendungen. Wie die Bezeichnung schon

vermuten lässt, kommen diese insbesondere dann als beliebtes bilanzpolitisches Instrument infrage, wenn das Unternehmen in wirtschaftliche Schieflage gerät oder eine strategische Neuausrichtung durchlebt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Bildung entsprechender Rückstellungen gemäß des relevanten Rechnungslegungsstandards nur unter recht restriktiven Voraussetzungen möglich ist, die insbesondere zu Krisenzeiten greifen dürften.¹⁰

Die beiden angesprochenen Bilanzpositionen sind mitnichten als Größen zu verstehen, deren Ausprägung die Identifikation eines *Big Bath* zweifelsfrei ermöglicht. Dennoch kann ihnen eine hohe Relevanz zugesprochen werden. In der Wissenschaft sind die Ansätze zur Identifikation eines entsprechenden Bilanzierungsverhaltens recht verschieden. Im Rahmen dieser Untersuchung wollen wir uns auf außerordentliche Aufwandspositionen fokussieren, die unter anderem die zwei oben näher beschriebenen Positionen umfassen.¹¹

Tabelle 1 weist die Durchschnittswerte (Median) der außerordentlichen Aufwendungen in Relation zum jeweiligen Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) aus. Es zeigt sich, dass in der Mehrzahl der Fälle die Aufwands-

Tabelle 1: Außerordentlicher Aufwand im Verhältnis zum EBITDA für Unternehmen ohne und mit CEO-Wechsel

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|
| Unternehmen ohne CEO-Wechsel | 3,8% | 2,1% | 4,8% | 8,1% | 2,7% | 3,7% | 1,5% | 3,7% | 3,4% |
| Unternehmen mit CEO-Wechsel | 1,0% | 8,0% | 8,5% | 10,2% | 8,9% | 3,9% | 8,2% | 0,1% | 9,3% |

Quelle: Geschäftsberichte, Worldscope, Stand Geschäftsjahr 2014.

⁸ In der empirischen Literatur wird häufig nur ein einzelner Aspekt betrachtet, um ein *Big Bath* zu identifizieren.

⁹ Siehe hierzu auch FvS-Studie „Die Goodwill-Blase“, abrufbar unter http://www.fvs-ri.com/files/die_goodwill-blase.pdf, Stand 03. Februar 2016.

¹⁰ So dürfen Restrukturierungsrückstellungen unter anderem nur dann gebildet werden, wenn was Unternehmen einen detaillierten, formalen Rückstellungsplan, der die betroffenen Geschäftsbereiche, die wichtigsten betroffenen Standorte, Funktionen und die ungefähre Anzahl der Arbeitnehmer, die für die Beendigung ihres Beschäftigungsverhältnisses eine Lohnabfindung erhalten werden, die entstehenden Ausgaben und der Umsetzungszeitpunkt des Plans enthält.

¹¹ Diese werden über die Variable „Extraordinary Charges Pretax“ der Datenbank Worldscope über Thomson Reuters erfasst.



komponente bei den Unternehmen, die einen Vorstandswechsel zu verzeichnen hatten, deutlich über derjenigen der Unternehmen ohne CEO-Wechsel liegt. Die durchschnittliche Mittelwertdifferenz zwischen beiden Gruppen ist dabei statistisch signifikant.

Teilweise liegen zwischen der Ernennung zum CEO und dem jeweiligen Geschäftsjahresende nur einige Wochen. Unterstellt man der Unternehmensleitung Interesse an einem *Big Bath*, so kann nicht zweifelsohne davon ausgegangen werden, dass der neue CEO alle Potenziale zur Umsetzung desselben bereits vollumfänglich identifiziert hat. Weitet man den Untersuchungszeitraum auf das Folgejahr aus, gleichen sich die Ergebnisse beider Unternehmensgruppen jedoch tendenziell an, so dass davon auszugehen ist, dass der Großteil der außerordentlichen Aufwendungen offenbar im ersten Jahr der Ernennung verbucht wird.

Entscheidend bei der Einschätzung darüber, ob das neue Management ein *Big Bath Accounting* betreibt, ist die Frage, über welche Wege es in die Position gekommen ist. Kommt der Nachfolger des vorherigen CEOs aus den eigenen Reihen und hat die Geschäfte bereits seit geraumer Zeit mitverantwortet oder handelt es sich bei der neuen Führungsspitze um einen extern rekrutierten Manager? In ersterem Fall ist kaum davon auszugehen, dass der neue CEO seine eigene Leistung der vergangenen Jahre durch ein *Big Bath* in Fragen stellen würde. Dennoch gelten auch für ihn die zuvor diskutierten Anreize zur Ergebnisbeeinflussung, beispielsweise im Hinblick auf die Gewährung performancebasierter Vergütungsbestandteile. Wie Abbildung 3 zeigte, ist die Neubesetzung mit einer externen Person weniger häufig zu beobachten als interne Lösungen. Die durchschnittlichen Relationen in Tabelle 2 in Abhängigkeit davon, ob es sich um einen internen oder einen externen Nachfolger handelt, zeigen jedoch keine systematischen Auffälligkeiten, was jedoch ggf. auch der recht geringen Datenbasis geschuldet ist.

Tabelle 2: Außerordentlicher Aufwand im Verhältnis zum EBITDA bei internen vs. externen CEO-Wechseln

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|------|-------|
| Interner Nachfolger | 1,0% | 6,2% | 19,7% | 8,4% | 5,6% | 3,4% | 22,4% | 2,8% | 11,1% |
| Externer Nachfolger | NA | 8,0% | 7,4% | 16,9% | 40,9% | 6,3% | 6,3% | 0,1% | 5,7% |

Quelle: Geschäftsberichte, Worldscope, Stand Geschäftsjahr 2014.



Fazit

Die Auswertung der Geschäftsberichtsdaten hat gezeigt, dass im Rahmen eines Vorstandswechsels häufig erhöhte außerordentliche Aufwendungen zu verzeichnen sind. So beträgt der Anteil von außerordentlichen Aufwendungen am EBITDA im Gesamtdurchschnitt aller Unternehmen im Untersuchungszeitraum 3,8 % und im Jahre eines Vorstandswechsels 6,4 %. Während eine Korrelation zwischen erhöhten Aufwandspositionen und einem CEO Wechsel also gegeben scheint, kann diese lediglich als Indikation für ein *Big Bath* verstanden werden. Eine eindeutige Kausalitätsbeziehung lässt die Auswertung hingegen nicht zu. Schließlich kann der

CEO Wechsel gerade Ausdruck einer verschärften wirtschaftlichen Situation oder strategischen Neuausrichtung sein, welche hohe außerplanmäßige Wertminderungen erfordern. Dennoch sollten Kapitalgeber der Analyse außerordentlichen Bestandteilen der Gewinn- und Verlustrechnung im Zuge eines CEO Wechsels erhöhte Aufmerksamkeit zuteilwerden lassen. Denn abseits aller wirtschaftlichen Notwendigkeit kann das Management mit seinen Handlungen direkten Einfluss auf künftige Performancebeurteilungen und damit auf die Höhe variabler Vergütungsbestandteile nehmen.

Literatur

- Burg, Valentin, Jochen Pierk und Tobias Scheinert (2014): „Big Bath Accounting – The Bright Side of Managerial Overconfidence.“, in: *Three Essays on Determinants of Accounting Choice*, zugl. Diss., Humboldt-Universität zu Berlin, 2014. Abrufbar unter: <http://edoc.hu-berlin.de/dissertationen/pierk-jochen-2014-10-24/PDF/pierk.pdf>
- Bornemann, Sven, Thomas Kick, Andreas Pfingsten und Andrea Schertler (2015): “Earnings baths by CEOs during turnovers: empirical evidence from German savings banks”, in: *Journal of Banking & Finance*, Vol. 53, No. 1, S. 188-201.
- EY (2016): Prognoseänderungen im Prime All Share 2011 bis 2015. Abrufbar unter: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Analyse-Gewinnwarnungen-2011-2015/\\$FILE/EY-Analyse-Gewinnwarnungen-2011-2015.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Analyse-Gewinnwarnungen-2011-2015/$FILE/EY-Analyse-Gewinnwarnungen-2011-2015.pdf).
- Flossbach, Bert und Tomas Mayer (2015): Die „neue Normalität“ für den Anleger, Flossbach von Storch Research Institute. Abrufbar unter: http://www.fvs-ri.com/files/die_neue_normalitaet_fuer_den_anleger.pdf
- Haggard, K. Stephen, John S. Howe und Andrew A. Lynch (2015): “Do baths muddy the water or clean the air?”, in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 59, No. 1, S. 105-117.



Healy, Paul M. (1985): "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions", in: *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, No. 1-3, S. 85-107.

Jordan, Charles E. und Stanley J. Clark (2004): „Big Bath Earnings Management: The Case of Goodwill Impairment Under SFAS No. 142, in: *Journal of Applied Business Research*, Vol. 20, No. 2, S. 63-70.

Kahneman, Daniel und Amos Tversky (1979): Prospect theory: An analysis of decision under risk. In: *Econometrica*, Band 47, Nr. 2, S. 263–291.

Lehmann, Kai (2015): Die Goodwill-Blase, Flossbach von Storch Research Institute. Abrufbar unter: http://www.fvs-ri.com/files/die_goodwill-blase.pdf.

Masters-Stout, Brenda, Michael L. Costigan und Linda M. Lovata (2008): "Goodwill impairments and chief executive officer tenure", in: *Critical Perspective on Accounting*, Vol. 19, No. 8, S. 1370-1383.

Moore, Michael L., (1973): "Management changes and discretionary accounting decisions", in: *Journal of Accounting Research*, Vol. 11, S. 100-107.



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

© 2016 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* Dr. Kai Lehmann; *Redaktionsschluss* 11. Februar 2016