



MARKTVERHALTEN 13/7/2016

## Gefährliches Understatement

**Die Umsatz- und Ergebnisprognosen deutscher Konzerne waren auch im Geschäftsjahr 2015 zu vorsichtig. Trotz nachlassender gesamtwirtschaftlicher Dynamik überrascht dieses Ergebnis nicht.**

von KAI LEHMANN

- Die Analyse der im abgelaufenen Geschäftsjahr von deutschen Konzernen abgegebenen Managementprognosen bestätigt die Ergebnisse unserer letztjährigen Untersuchung: Unternehmen prognostizierten die kurzfristige Umsatz- und Ergebnisentwicklung auch im Geschäftsjahr 2015 im Durchschnitt zu pessimistisch. Trotz nachlassender gesamtwirtschaftlicher Dynamik wurden Prognosen unterjährig angehoben.
- Im Durchschnitt der HDAX-Unternehmen lagen die Vorhersagen zur Umsatz- bzw. Ergebnisentwicklung 2,4 % unter den tatsächlich erzielten Werten.
- Die Ergebnisse lassen auf ein systematisch konservatives Prognoseverhalten zu Beginn des Geschäftsjahres schließen. Dieses Verhalten ist auf kapitalmarktbezogene Anreize der Verantwortlichen zurückzuführen. Manager sind bestrebt, den Kapitalmarkt positiv zu überraschen und fürchten negative Reaktionen, die bei einem Verfehlen der Prognosen drohen. Doch antizipiert der Kapitalmarkt den Prognosepessimismus.

Als der scheidende Henkel-CEO Kaspar Rorsted Mitte April das vorerst letzte Mal das Rednerpult bei der Hauptversammlung des Konzerns verließ, hatte er kurz zuvor vermeldet, dass das Erreichen des Ende 2012 ausgegebenen Ziels eines Konzernumsatzes von 20 Mrd. Euro im Geschäftsjahr 2016 nicht mehr realistisch erscheint. Dass der Konsumgüterhersteller seine Prognosen kassieren muss, ist äußerst selten. Über die vergangenen Jahre konnte das Unternehmen seine selbstgesteckten Ziele stets übertreffen. So wurde das nach Rorsted gewichtigere Ziel einer jährlichen Steigerung des Ergebnisses je Vorzugsaktie von 10 Prozent denn auch bekräftigt.

Managementprognosen zur Umsatz- und Ergebnisentwicklung liefern für Unternehmensexterne einen essenziellen Baustein bei der Bewertung eines Unternehmens. Durch sie werden die Informationsasymmetrien zwischen dem Unternehmen und seinen Stakeholdern gesenkt, mit der Folge einer höheren Kapitalallokationseffizienz. Sieht das Management die künftige Entwicklung positiv, erhöht dies die Zahlungsbereitschaft auf Seiten der potenziellen Investoren. Gleichzeitig wird der Verkäufer einen höheren Verkaufspreis fordern, so dass sich am Markt ein höherer Unternehmenswert einstellen wird. Muss das Unternehmen seine ursprüngliche Prognose hingegen kappen, stellt sich der gegenteilige Effekt ein.



Analysten als Informationsintermediäre haben ebenso ein Interesse an zukunftsgerichteten Aussagen, da dies ihre Einschätzung über den fairen Wert eines Unternehmens entscheidend determiniert. Die erhöhte Informationseffizienz lässt die Kapitalkosten sinken, die als Beurteilungsmaßstab sowohl unternehmensintern als auch unternehmensextern ein wichtiges Kriterium darstellen. Allgemein gilt: Je geringer die Kapitalkosten, desto höher ist ceteris paribus der Unternehmenswert und desto höher die Investitionsbereitschaft der Unternehmen.

Jedoch gehen für das Unternehmen mit der Bekanntgabe der Erwartungen auch Risiken einher. Zum einen entstehen dem Unternehmen durch das Offenlegen der eigenen Erwartungen und der Strategien zum Erreichen dieser Ziele ggf. Wettbewerbsnachteile. Die Konkurrenz dürfte die Aussagen des Unternehmens je nach Größe und Marktrelevanz recht genau verfolgen. Des Weiteren führt die fortwährende Earnings Guidance dazu, dass sich die Financial Community an die Aussagen der Unternehmensleitung klammert und auf eine Änderung der unternehmensseitig geäußerten Prognosen entsprechende Kapitalmarktreaktionen folgen lässt. Da die Unternehmensleitung um die Reaktionen des Kapitalmarkts weiß, wird sie ihre Aussagen an den Erwartungen ausrichten und ggf. nicht ungefiltert weitergeben, wenn ungewünschte Kursreaktionen drohen. Zudem wird sie gewisse diskretionäre Bilanzierungsspielräume in die gewünschte Richtung auslegen. Sie ist jedoch bestrebt, gar nicht erst in diese Breddouille zu kommen und wird sich daher bereits im Vorfeld bei der originären Prognoseabgabe eher zurückhaltend äußern.

Auf der persönlichen Ebene des Managers überwiegen die Kosten der Publikation von Vorhersagen auf den ersten Blick ganz klar den Nutzen. Schließlich gibt er mit der Prognose bestimmter Performancegrößen ein Beurteilungs-

kriterium an den Markt, der ihn fortan an den Aussagen messen und abstrafen wird, sollte das Unternehmen die Erwartungen verfehlen. Dies wird den Manager dazu verleiten, möglichst wenig ambitionierte Ziele zu kommunizieren. Da dies jedoch weder im Interesse der Anteilseigner noch der übrigen Informationsadressaten des Unternehmens ist, soll diesem Verhalten bspw. mit der Implementierung von aktienpreisbasierten Vergütungsbestandteilen entgegengewirkt werden. Doch bewirken diese Maßnahmen mitunter das Gegenteil. Dies ist dann der Fall, wenn der Manager sich darauf kapriziert, die kurzfristigen Erwartungen zu erfüllen und die nachhaltige Unternehmensentwicklung aus dem Blick verliert. Weniger die auf lange Sicht optimale Allokation des Kapitals steht dann oben auf der persönlichen Agenda, sondern vielmehr Analystenschätzungen zu Quartalsergebnissen und das bilanzpolitische Instrumentarium zur Einhaltung der Erwartungen.

Aus Sicht des Managements ist es die dominante Strategie, zu Beginn des Geschäftsjahres eher vorsichtige Prognosen an den Markt zu geben, die im Laufe des Geschäftsjahres zugunsten realistischerer Aussagen angehoben werden, falls absehbar ist, dass der implizit enthaltene „Ergebnispuffer“ nicht vollständig benötigt wird. Auf diese Weise werden die Erwartungen der Kapitalmarktadressaten bewusst niedrig gehalten, um dann später durch ein Übertreffen die gewünschten Aktienkursreaktionen hervorzurufen.

Um zu überprüfen, inwiefern die Unternehmenspraxis tatsächlich einer solchen Kommunikationsstrategie folgt, sollen im weiteren Verlauf des Beitrags die im Zeitraum 2005 bis 2015 von den deutschen im HDAX gelisteten Konzernen abgegebenen Prognosen eingehend untersucht werden, wobei ein besonderer Fokus auf dem Geschäftsjahr 2015 liegen soll.



<b>Unternehmensstichprobe HDAX</b>	<b>110</b>
<i>Fehlende durchgängige Notierung</i>	16
<i>Kein Lagebericht nach § 315 HGB</i>	4
<b>Unternehmensstichprobe final</b>	<b>90</b>

Die Unternehmensstichprobe besteht aus allen zum 31.12.2015 im DAX, MDAX und TecDAX vertretenen Unternehmen, die im Untersuchungszeitraum 2005 bis 2015 durchgängig über eine Notierung im Prime Standard verfügten und somit quartalsweise einen Lagebericht nach den Vorgaben des deutschen Handelsrechts erstellen müssen.<sup>1</sup> Da dies nicht für alle Unternehmen der entsprechenden Indizes zum Stichtag 31.12.2015 der Fall ist, reduziert sich das Sample auf 90 Unternehmen.

Die Managementprognosen wurden manuell aus den Prognoseberichten der Geschäfts- und Quartalsberichte entnommen. Es wurden all jene Prognosen erhoben, die quantifiziert oder zumindest quantifizierbar sind. Rein qualitative Aussagen, die seitens des Regulators mittlerweile ohnehin nicht mehr als ausreichend erachtet werden, wurden bei der Analyse nicht berücksichtigt, da diese aufgrund ihres teils schwam-

migen Charakters ex-post nicht überprüfbar sind. So wird sich der Wahrheitsgehalt der Aussage, man erwarte „ein zufriedenstellendes Geschäftsjahr“ ex-post kaum überprüfen lassen, da die Vorstellungen darüber, was als „zufriedenstellend“ bezeichnet werden darf, individuell sehr unterschiedlich sein dürfte.

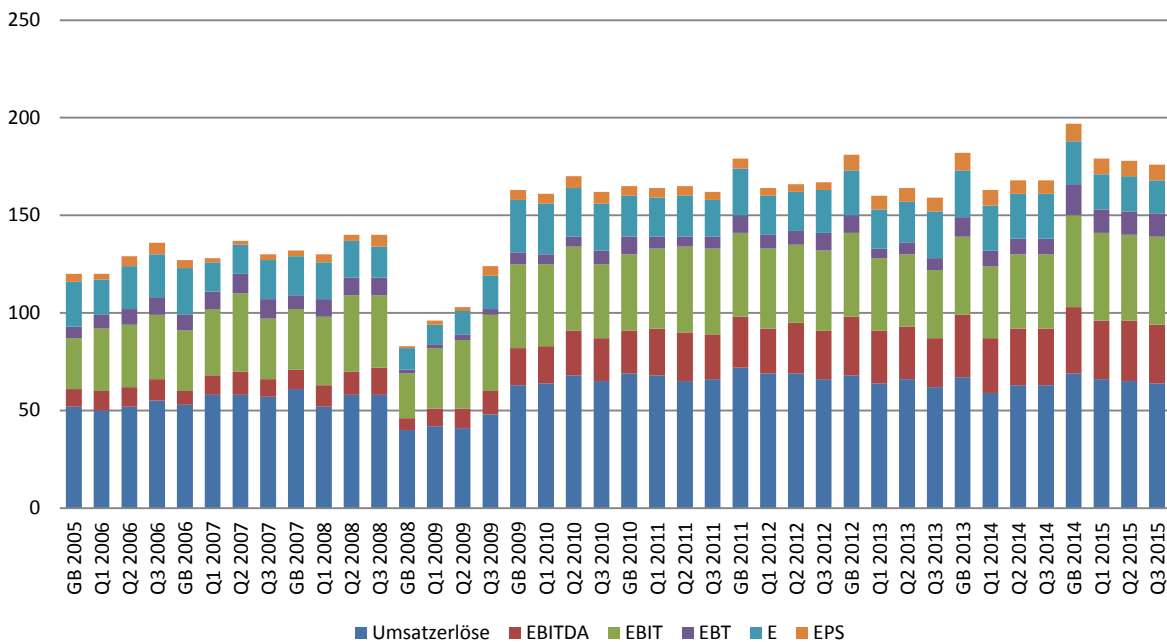
Die betrachteten 90 Unternehmen haben im Untersuchungszeitraum insgesamt 6.038 Einzelprognosen zur erwarteten Umsatz- und Ergebnisentwicklung abgegeben (Abbildung 1). Nachdem es während der Finanzkrise zu einem deutlichen Rückgang in der Prognoseaktivität der Unternehmen kam, nahm die Prognoseaktivität seitdem wieder kontinuierlich zu. Im vergangenen Berichtsjahr 2015 konnten mit insgesamt 730 Einzelaussagen zur erwarteten Umsatz- und Ertragsentwicklung so viele Prognosen wie nie zuvor innerhalb des Untersuchungszeitraums erfasst werden.

40,0 % aller im Untersuchungszeitraum identifizierten Prognosen bezogen sich auf die Umsatzentwicklung und 60,0 % auf verschiedene Ergebnisgrößen. Unter den Ergebnisprognosen ist der Trend zur Verwendung nicht-standardisierter Zwischenergebnisgrößen wie EBIT und EBITDA ungebrochen. Ihr Anteil ist seit Beginn des Untersuchungszeitraums im Jahr 2005 kontinuierlich gestiegen. Tätigt ein Unternehmen eine Aussage zum erwarteten Entwicklung des Konzerngewinns (E, für *Earnings*), so sind diese Aussagen oftmals mit dem Zusatz „vor Sondereffekten“ versehen, was die Nach-

<sup>1</sup> Diese Notwendigkeit ist auf die Publizitätsanforderungen zurückzuführen, die von Unternehmen im Prime Standard zu erfüllen sind und die eine quartalsweise Berichterstattung vorsehen. Die Unternehmen COMPUGROUP MEDICAL, COVESTRO, DT. PFANDBRIEFBANK, EVONIK INDUSTRIES, GFT TECHNOLOGIES, HELLA KGAA HUECK, KION GROUP, LEG IMMOBILIEN, NORMA GROUP, OSRAM LICHT, RIB SOFTWARE, SILTRONIC, STROEER, TALANX AKTGSF., VONOVIA und ZALANDO verfügen nicht über eine durchgängige Kapitalmarktnotierung im Prime Standard. Zudem fallen die Unternehmen AIRBUS GROUP, QIAGEN, RTL GROUP und TELEFONICA DTL. HLDG. nicht unter die Konzernlageberichterstattungspflichten des deutschen Handelsgesetzbuches, da die Muttergesellschaft dieser Unternehmen ihren Sitzen im Ausland haben. Zudem lag zum Redaktionsschluss noch kein Geschäftsbericht der Volkswagen AG für das Geschäftsjahr 2015 vor, so dass die Prognosen für dieses Unternehmen für das entsprechende Jahr nicht berücksichtigt werden konnten.



Abbildung 1: Anzahl und Inhalt der Managementprognosen im Untersuchungszeitraum



Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute, Stand April 2016.

vollziehbarkeit für externe Adressaten beeinträchtigt. Die Unternehmen nutzen die Hintertür der „Sondereffekte“, um gewisse Aufwand- und Ertragskomponenten bewusst miteinzubeziehen bzw. außen vor zu lassen.<sup>2</sup>

Hinsichtlich des Präzisionsgrades der Prognosen zeigen sich zwei Trends (Abbildung 2). Zum einen werden Prognosen im unterjährigen Verlauf präzisiert, was ob des sich verbessernden Kenntnisstandes des Managements nicht verwundert (Abbildung 2, links). Machen zu Beginn des Geschäftsjahres komparative Prognosen (MinMax), bei denen Vorjahreswerte als Unter- bzw. Obergrenze der Prognose fungieren, knapp die Hälfte der identifizierten Prognosen aus, so geht dieser Anteil in Q3 auf ca. ein Drittel zurück. Zum anderen zeigt sich im langfristigen Verlauf ein ähnlicher Trend. Während zu Beginn

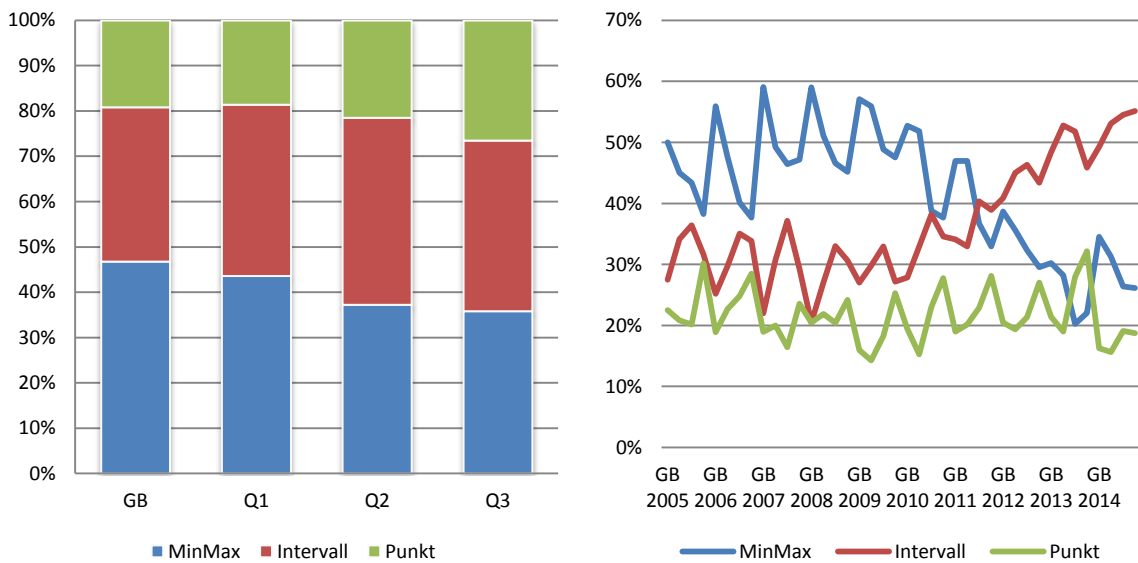
des Beobachtungszeitraums komparative Prognosen klar dominierend waren, hat ihre Popularität zugunsten von Intervallprognosen über die letzten 10 Jahre klar abgenommen (Abbildung 2, rechts), was auch durch die strengeren Vorgaben an die Berichterstattung seitens des Regulierers zu erklären ist. Der Anteil letzterer stieg in dieser Zeit von ca. 30 % auf über 50 %.

Doch gilt der Trend im unterjährigen Verlauf konkreter werdender Prognosen nicht ausnahmslos für alle Unternehmen. Gerade bei Unternehmen, die sich in einem wirtschaftlich herausfordernden Umfeld befinden, lässt sich oftmals ein Wechsel von konkreten zu weniger konkreten Prognosen feststellen. Ein sich verändernder Präzisionsgrad kann also durchaus als Indikator für eine sich eintrübende Umsatz- und Ertragslage gewertet werden.

<sup>2</sup> Vgl. hierzu Flossbach von Storch Research Institute „Proforma, bereinigt oder nachhaltig“, abrufbar unter [http://www.fvs-ri.com/files/proforma\\_bereinigt\\_oder\\_nachhaltig.pdf](http://www.fvs-ri.com/files/proforma_bereinigt_oder_nachhaltig.pdf), letzter Abruf: 19.04.2016

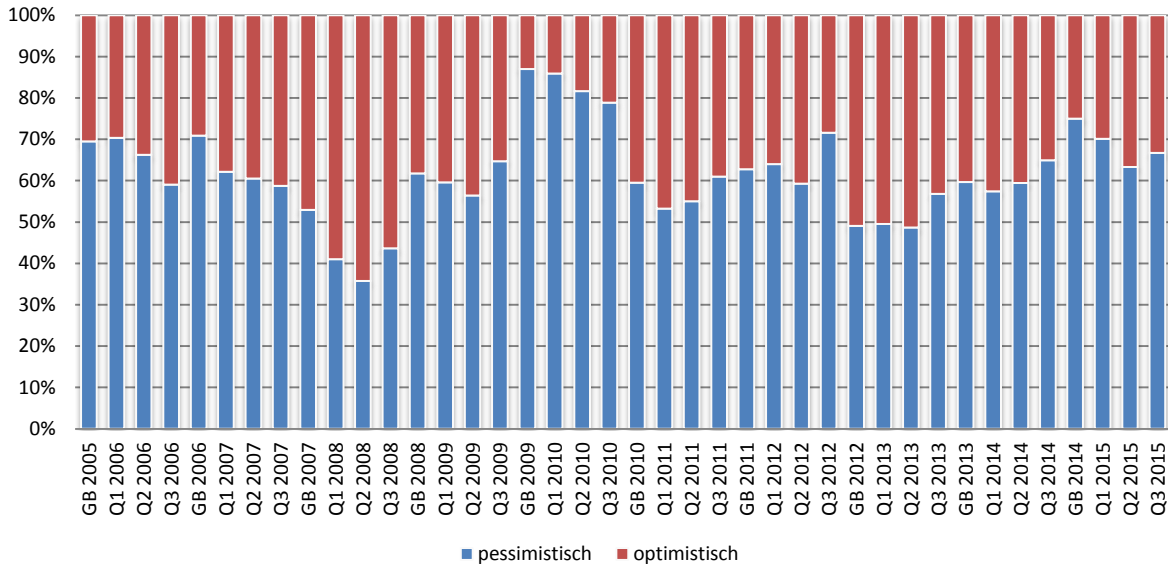


**Abbildung 2: Prognosepräzision im Zeitverlauf**



Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute, Stand April 2016.

**Abbildung 3: Anteil pessimistischer und optimistischer Prognosen im Untersuchungszeitraum**



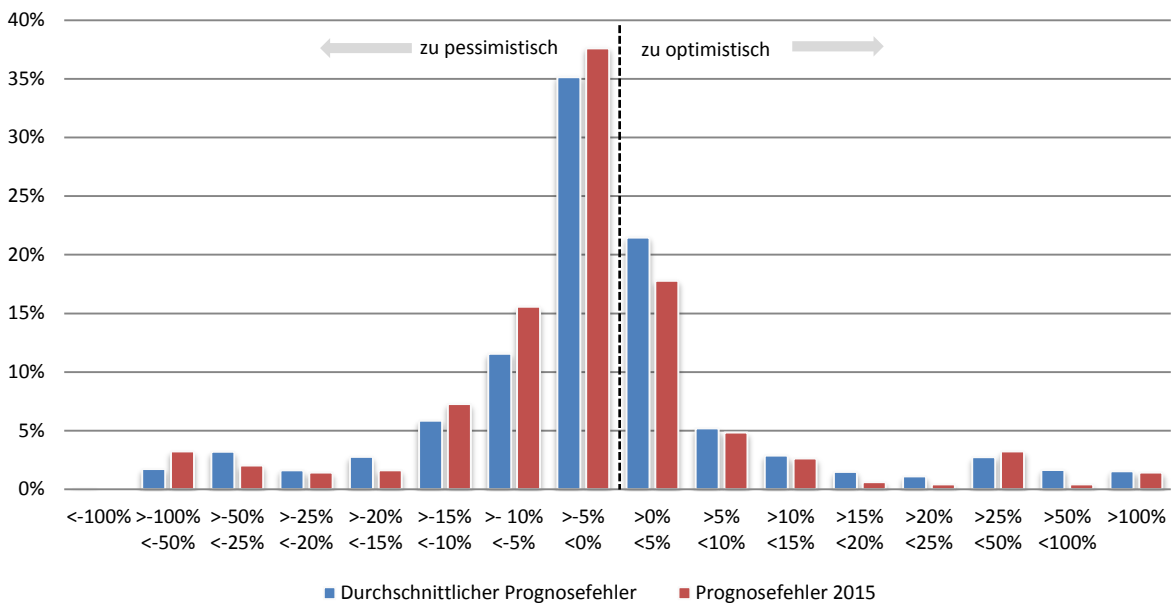
Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: April 2016.

Doch wie realistisch sind nun die abgegebenen Umsatz- und Ergebnisprognosen? Hierzu ist es nötig, sich die ex-post feststellbaren relativen Abweichungen zwischen prognostiziertem und tatsächlichem Ergebnis anzusehen. Hierzu wurden das Sample auf Intervall- und Punktprognosen

reduziert, da der Prognosefehler bei Minimum- und Maximumprognosen nicht quantifizierbar ist. Abbildung 3 zeigt den relativen Anteil von zu pessimistischen und zu optimistischen Prognosen. Wie die Abbildung verdeutlicht, war zwischen den Jahren 2005 und 2008



Abbildung 4: Relativer Prognosefehler im Untersuchungszeitraum und im Geschäftsjahr 2015



Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: April 2016.

ein Trend zu recht realistischen Einschätzungen der Umsatz- und Ertragslage erkennbar. Im Jahr 2008 ist der Anteil optimistischer Prognosen erstmalig höher als der Anteil pessimistischer Prognosen, was auf den Ausbruch der Finanzkrise zurückzuführen ist. In den Folgejahren dreht sich das Bild jedoch wieder um. Das Jahr 2010 ist von durchweg sehr zurückhaltenden Prognosen geprägt, was als Folge der zuvor im Rahmen der Finanzkrise massiv rückläufigen Umsätze und Ergebnisse zu sehen ist, deren Niveau sich offenbar rascher als vorhergesehen erholte. Seit dem Jahr 2011 liegt der Anteil von zurückhaltenden Vorhersagen bei ca. 60 bis 70 %. Über den gesamten Untersuchungszeitraum sind zwei von drei Prognosen pessimistisch verzerrt.

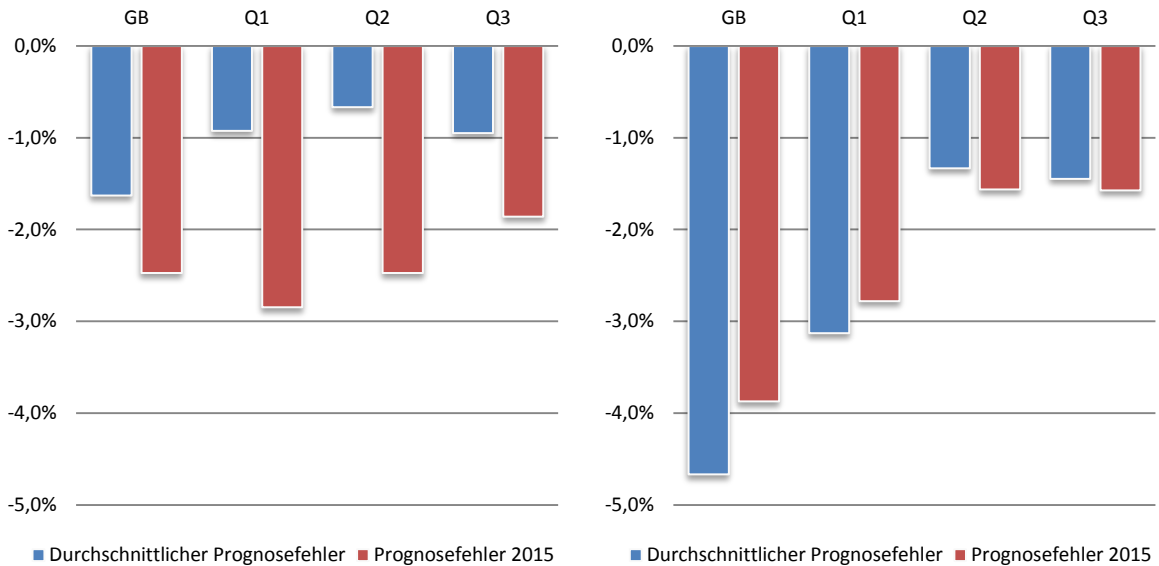
Abbildung 4 gibt den relativen Fehler der Umsatz- und Ergebnisprognosen für den gesamten Untersuchungszeitraum und separat für das Jahr 2015 auf Basis gruppierter Häufigkeiten wieder. Es zeigt sich, dass die Verteilung des Prognosefehlers im Jahr 2015 dem typischen Bild leicht pessimistisch verzerrter Prognosen,

welches sich auch für den Gesamtzeitraum zeigt, entspricht. Im Jahr 2015 liegen die Prognosen für Umsatz- und Ergebnisprognosen im Durchschnitt 2,4 % unter den erzielten Werten. Hierbei zeigte sich für das Geschäftsjahr 2015 wiederholt ein hoher Anteil von Prognosen, die die tatsächliche Entwicklung knapp (bis 5 %) unterschätzen (37,4 %). Der Anteil von Aussagen, die die tatsächliche Entwicklung knapp überschätzten (ebenso bis 5 %) liegt deutlich darunter (17,8 %). Unterstellt man einen naiven Prognoseersteller so müssten beide Gruppen auf lange Sicht in etwa gleich groß sein.

Betrachtet man den unterjährigen Verlauf des Prognosefehlers getrennt für Umsatz- und Ergebnisprognosen, so bestätigt sich die Beobachtung zunächst stark pessimistisch verzerrter Prognosen, die im Laufe des Geschäftsjahres zugunsten realistischerer Einschätzungen angehoben werden (Abbildung 5). So liegen die Prognosen für die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2015 im Durchschnitt (Median) zunächst



**Abbildung 5: Relativer Prognosefehler bei Umsatz- (links) und Ergebnisgrößen (rechts) im Geschäftsjahr 2015 in einzelnen Quartalen**



Quelle: Geschäftsberichte, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: April 2016.

2,5 % und im Q3 1,9 % unter den erzielten Werten. Bei den Ergebnisgrößen sind dies bei der erstmaligen Prognosen 3,9 % und in Q3 1,6 %. Manchen Unternehmen passen ursprüngliche Prognosen recht träge an, insbesondere wenn das letztendlich erzielte Ergebnis nach unten vom kommunizierten Wert abweicht und dies bereits vom Kapitalmarkt in Form von deutlichen Kursabschlägen antizipiert wird. Dies ist entweder darauf zurückzuführen, dass die Langfristziele, die hier nicht betrachtet wurden, abgesenkt wurden. Wahrscheinlicher ist aber, dass dies Ausdruck eines adaptiven Lernprozesses seitens der Adressaten ist: Da die Teilnehmer um die konservative Prognosehaltung der Managements wissen, rechnen Sie implizit mit einer Anhebung der Vorhersagen im Verlauf des Geschäftsjahres. Bleibt diese aus, so kommt dies einer Enttäuschung gleich.

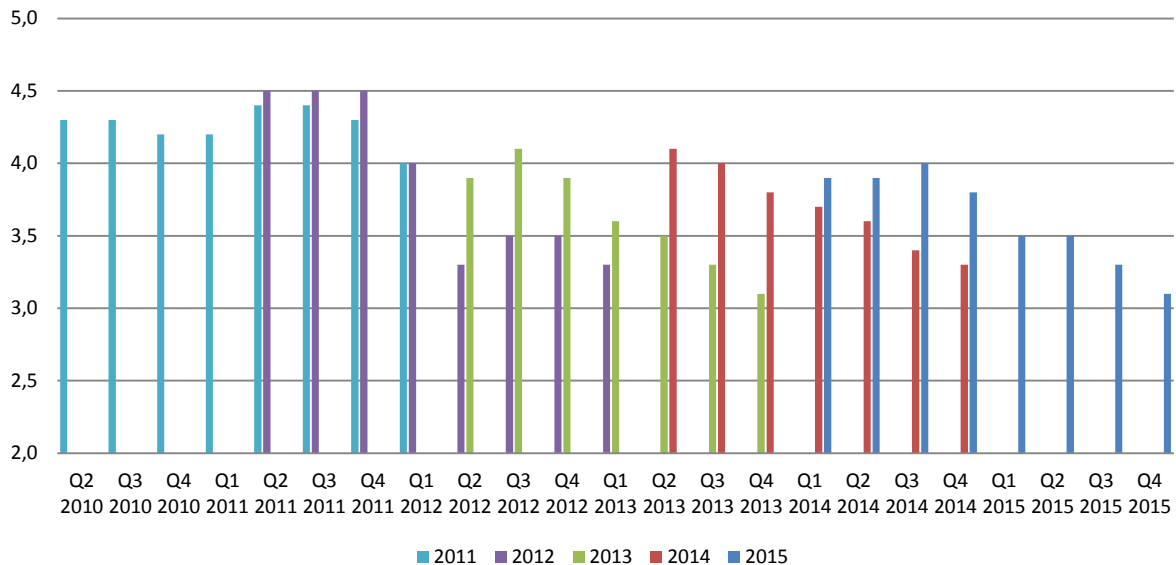
Nun könnte man vermuten, dass der ausgemachte Prognosepessimismus auf eine überraschend positive konjunkturelle Entwicklung zurückzuführen sein könnte. Diese würde sich

bspw. in verbesserten Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft zeigen. Abbildung 6, die die quartalsweisen Prognosen für das weltweite Wirtschaftswachstum des Internationalen Währungsfonds (IWF) über die letzten Jahre darstellt, widerlegt diese Vermutung jedoch. Zwar mussten die Experten des IWF in den vergangenen Jahren ebenso Prognoserevisionen vornehmen. Doch wurden die Prognosen hier, im Gegensatz zu den Prognosen auf Unternehmensebene, nahezu kontinuierlich abgesenkt und nicht fortlaufend angehoben. Von einer überraschenden konjunkturellen Aufhellung, die als Erklärung für die konservativen Prognosen dienen könnte, kann demnach in den letzten Jahren nicht die Rede sein.

Es scheint vielmehr als wären die für das Management eingangs beschriebenen Anreize, die Erwartungen bewusst niedrig zu halten, um positiv überraschen zu können, ein entscheidender Faktor für das zurückhaltende Prognoseverhalten. Schließlich reagieren Investoren sehr sensitiv auf ein Verfehlen der Prognosen.



Abbildung 6: Wachstumsprognose des Internationalen Währungsfonds für das weltweite GDP



Quelle: Internationaler Währungsfonds, Flossbach von Storch Research Institute, Stand: April 2016.

Unterjährige Prognoseabsenkungen bzw. ein finales Verfehlen der zuvor geweckten Erwartungen führt zu negativen Kapitalmarktreaktionen, die weit größer ausfallen als die positiven Reaktionen im Falle eines Übertreffens. Diese Anomalie ist Ausdruck der *Loss Aversion*, die von Kahneman und Tversky im Rahmen der *Prospect Theory* beschrieben wurde. Daher scheut die Unternehmensleitung bei der Abgabe von Prognosen vor zu viel Optimismus zurück und wählt eher konservative Annahmen. Resultat sind Prognosen, die im Falle der betrachteten Konzerne in Bezug auf Ergebnisgrößen nur in 3 von 40 Quartalen als zu optimistisch und in den übrigen Quartalen als zu vorsichtig zu bezeichnen sind.

### Fazit

Für die Adressaten der Finanzberichterstattung haben zukunftsgerichtete Aussagen der Unternehmensleitung eine große Bedeutung. Das

Management weiß um diesen Umstand und legt im Rahmen prospektiv ausgerichteter Aussagen nicht seinen vollen Kenntnisstand offen, sondern kommuniziert die kurzfristigen Ziele zunächst eher zurückhaltend. Im weiteren Geschäftsverlauf werden die Prognosen dann zunehmend realistischer. Ein derartiger Verlauf des Prognosefehlers konnte schon in den zurückliegenden Jahren beobachtet werden und deutet auf eine systematisch konservative Prognosepolitik hin.

Durch das ständige Überwachen und aktive Steuern der Markterwartungen macht sich das Management zum Sklaven kurzfristiger Markterwartungen. Da die Adressaten der Finanzberichterstattung einen gewissen Grad an Prognosepessimismus antizipieren, erwarten sie implizit eine Anhebung der ursprünglichen Aussagen. Ähnlich wie bei den jüngsten Marktreaktionen im Zuge der umfangreichen Maßnahmenpakete der EZB beobachtet werden konnte,





macht sich schnell Ernüchterung breit, wenn die Erwartungen nicht in gewissem Maße übererfüllt werden. Es droht ein gefährlicher Gewöhnungseffekt.

Kapitalmarkadressaten sollten Unternehmen, die über einen längeren Zeitraum ihre Prognosen überraschend häufig exakt einhalten oder leicht übererfüllen mit einer gewissen Skepsis begegnen. In der Regel dürfte es ein Trugschluss sein, dem Management eine besonders hohe Vorhersagekompetenz zuzuschreiben. Im eingangs geschilderten Beispiel mag dies der Fall sein. Vielmehr ist es in vielen Fällen jedoch wahrscheinlich, dass die Unternehmensleitung neben den Erwartungen durch gezieltes Vor- und Nachverlagern von Aufwands- und Ertragspositionen auch die Ergebnisse in einem gewis-

sen Rahmen gesteuert hat. Investoren sollten sich gewiss sein, dass sich derartiges *Earnings Management* früher oder später zu ihren Ungunsten umkehrt.

Grundsätzlich sollten sich die Investoren jedoch weniger den kurzfristigen Schwankungen von Umsatz und Ergebnis widmen, sondern vielmehr dem großen Ganzen eine höhere Aufmerksamkeit zuteilwerden lassen. Denn wenn das Unternehmen über ein nachhaltiges Geschäftsmodell und einen hohen Schutzwall verfügt und das Management kompetent, motiviert und integer ist und eine klare Vorstellung davon hat, wo das Unternehmen in einigen Jahren stehen soll, dann sind derlei kurzfristige Volatilitäten nicht mehr als Schall und Rauch.



## 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](mailto: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](http://www.bafin.de); *Autor* Dr. Kai Lehmann; *Redaktionsschluss* 20. April 2016