



UNTERNEHMENSANALYSE 06/10/2017

Aktienrückkäufe wieder im Kommen

von PHILIPP IMMENKÖTTER

- Im laufenden Jahr haben bereits sechs Unternehmen in Summe über vier Milliarden Euro in Rückkäufe investiert. Weitere Unternehmen haben Rückkäufe bereits angekündigt.
- Motiviert werden die Unternehmen durch den jüngsten Erfolg im Timing der Rückkäufe und durch die aktuelle hohe Übernahmeaktivität, welche auf ein günstiges Bewertungsniveau hindeutet.

Aktienrückkäufe bieten börsennotierten Unternehmen eine Möglichkeit, flexibel Kapital an ihre Anteilseigner zurückzuführen. In der Finanzkrise machte man hierzulande noch sehr schlechte Erfahrungen mit Rückkäufen, da bis 2008 Aktien zu Höchstpreisen gekauft wurden, die Kurse anschließend fielen und Geld knapp wurde. Seither hat man jedoch ein gutes Händchen beim Timing der Rückkäufe bewiesen. Seit 2012 wurde zu günstigen Kursen in die eigenen Aktien investiert. Alle Unternehmen, die seitdem Rückkäufe tätigten, profitierten anschließend von steigenden Kursen. Geholfen hat dabei vor allem die Geldpolitik der EZB, welche die Aktienkurse beflügelt hat.

Aktuell steht das Rückkaufvolumen auf dem höchsten Stand seit neun Jahren. In diesem Jahr haben bereits sechs der DAX und MDAX Konzerne bis September 2017 mehr als 4,2 Mrd. Euro in Rückkäufe investiert. Zwei weitere Un-

ternehmen haben ebenfalls Rückkaufaktivitäten angekündigt. Zwar markiert dies einen neuen Höchststand, jedoch ist man noch weit von dem Umfang der Rückkäufe vor der Finanzkrise entfernt. Damals wurden von 16 Unternehmen für mehr als 16,9 Mrd. Euro eigene Aktien erworben.

Rückkaufaktivitäten verlaufen in Zyklen, getrieben durch die Konjunktur. In einer Rezession sind zwar die Kurse am Boden, jedoch fehlen liquide Mittel um eigene Aktien zurückzukaufen. Erst durch positives Wirtschaftswachstum sind Unternehmen in der Lage nach und nach liquide Mittel anzuhäufen, die für Rückkäufe eingesetzt werden können. Gleichzeitig steigen aber auch die Aktienkurse, so dass in der Regel nur dann Rückkäufe durchgeführt werden können, wenn die Kurse hoch sind.



Wie wird es weitergehen? Werden die Rückkaufaktivitäten in Zukunft weiter steigen und auf historische Niveaus klettern? Die jüngsten Erfahrungen mit der Kursentwicklung sind ausschließlich positiv. Jedoch darf man nicht vergessen, dass weniger die Rückkäufe selbst oder die wirtschaftliche Situation der Unternehmen die Kurse in die Höhe getrieben hat. Vielmehr ist dies wohl auf die lockere Geldpolitik der EZB zurückzuführen. Die Niedrigzinspolitik hat die Bewertungen gewaltig steigen lassen, und zwar weit mehr als durch Rückkäufe möglich gewesen wäre. Entscheidend für die Entwicklung wird sein, ob die jüngsten positiven Rückkaufserfolge oder die schlechten Erfahrungen aus der Finanzkrise schwerer wiegen. Die hohe Übernahmeaktivität deutet an, dass die Unternehmen die aktuellen Aktienkurse nicht als zu hoch erachten. Daher ist nicht anzunehmen, dass die aktuellen Preise die Unternehmen vor Rückkäufen abschrecken.

Die vorliegende Studie führt unsere Studie zu Aktienrückkäufen aus dem Jahr 2015 weiter.¹

Datengrundlage: DAX und MDAX seit 2005

Der hier betrachtete Datensatz umfasst die Unternehmen, die September 2017 in DAX oder MDAX gelistet waren. Der Beobachtungszeitraum für diese 80 Unternehmen erstreckt sich von Geschäftsjahr 2017 zurück bis zum Geschäftsjahr 2005. Da nicht alle Unternehmen bereits zum Beginn der Zeitspanne existierten oder gelistet waren, haben wir für das Jahr 2005 nur 57 Beobachtungen. Die Anzahl der Beobachtungen steigt bis zum Geschäftsjahr 2016 auf 77 Unternehmen und bis 2017 auf 80.

Als Rückkauf wird in dieser Studie der Kauf der eigenen Aktien eines Unternehmens klassifiziert, wenn dieser hauptsächlich erfolgt ist, um Anteile einzuziehen oder diese anschließend länger im eigenen Bestand gehalten werden. Rückkäufe, die überwiegend zur Bedienung von Vergütungsprogrammen, umgehend als Akquisitionswährung, zum Eigenhandel oder zur Bedienung von Wandelanleihen genutzt werden, bleiben unberücksichtigt.

Da auch bei größeren Kapitalrückkäufen gleichzeitig Aktien zu Vergütungszwecken oder Ähnlichem verwendet werden können, werden stets die Nettokapitalrückkäufe eines Geschäftsjahres betrachtet: Rückkäufe abzüglich Aktienaussgabe.

Rückkaufaktivität in 2017

Im aktuellen Geschäftsjahr haben bereits sechs DAX bzw. MDAX Konzerne Aktienrückkäufe durchgeführt und in Summe 4,2 Mrd. Euro an ihre Anteilseigner zurückgeführt (Tabelle 1). Von den sechs Unternehmen haben vier (Allianz, GEA Group, Munich Re und Siemens) im September 2017 noch eigene Aktien zurückgekauft, die beiden weiteren (Adidas und Osram Licht) hatten hingegen ihre Rückkäufe bereits abgeschlossen.

Die Allianz hat ihr 3 Mrd. Euro schweres Rückkaufprogramm, das noch bis Februar 2018 läuft, bereits zu zwei Drittel umgesetzt und mehr als 2 Mrd. Euro in Rückkäufe investiert. Siemens hat ebenso ein 3 Mrd. Euro schweres Programm laufen, durch welches sie bereits eine Mrd. Euro an Aktien zurückgekauft haben.

¹ Siehe hierzu Immenkötter, Philipp (2015): „Aktienrückkaufprogramme im DAX und MDAX – Wenige Rückkäufe und kaum Erfolg beim Timing“, Flossbach von Storch Research Institute, www.fvs-ri.com.



Tabelle 1: Aktienrückkäufe in DAX und MDAX

Aktienrückkäufe				
	Anzahl	in % der Beobachtungen	Durchschnittliches Volumen in Mio. Euro	Durchschnittliches Volumen in % der Marktkap. **
Gesamt	76	10%	561	3,3%
2005	8	16%	398	5,6%
2006	10	19%	678	3,1%
2007	12	22%	903	3,4%
2008	16	27%	1.054	3,5%
2009	3	5%	147	2,1%
2010	1	2%	400	0,9%
2011	3	5%	294	0,9%
2012	3	5%	549	2,3%
2013	5	8%	740	3,9%
2014	5	7%	327	3,2%
2015	4	6%	824	3,1%
2016	6	8%	420	2,0%
2017*	6	8%	704	2,2%

Aktienrückkäufe entsprechen der Differenz zwischen Kapitalrückkäufen und Neuemissionen. *) Für das Jahr 2017 sind nur die Rückkäufe bis zum 20.09.2017 berücksichtigt. **) Marktkapitalisierung wird zu Beginn des Geschäftsjahres gemessen. Quelle: Unternehmensinformationen, ThomsonReuters, Stand 20.09.2017.

Das im April 2017 gestartete Rückkaufprogramm der Munich Re umfasst eine Milliarde Euro und wurde bereits zu 30 % umgesetzt. Die GEA Group hat im März diesen Jahres ein 450 Mio. Euro umfassendes Rückkaufprogramm gestartet, welches sie schon zu knapp 90 % ausgenutzt haben.

Adidas und Osram Licht haben beide ebenfalls in 2017 eigene Aktien im Rahmen eines Rückkaufprogramms erworben, haben jedoch seit dem Frühjahr 2017 keine Rückkäufe mehr getätigt. Adidas hat im Rahmen seines aktuellen Programms 900 Mio. Euro an seine Anteilseigner zurückgeführt, den größten Anteil davon jedoch vor 2017. Osram Licht unterhält ein 500 Mio. Euro schweres Programm, wodurch bereits rund 400 Mio. Euro zurückgeführt wurden. Der größte Anteil dieses Programms wurde ebenfalls vor 2017 durchgeführt.

Neben den sechs genannten Unternehmen haben SAP und die Deutsche Börse Rückkäufe angekündigt, jedoch sind bis September 2017 ihre Pläne nicht konkretisiert.

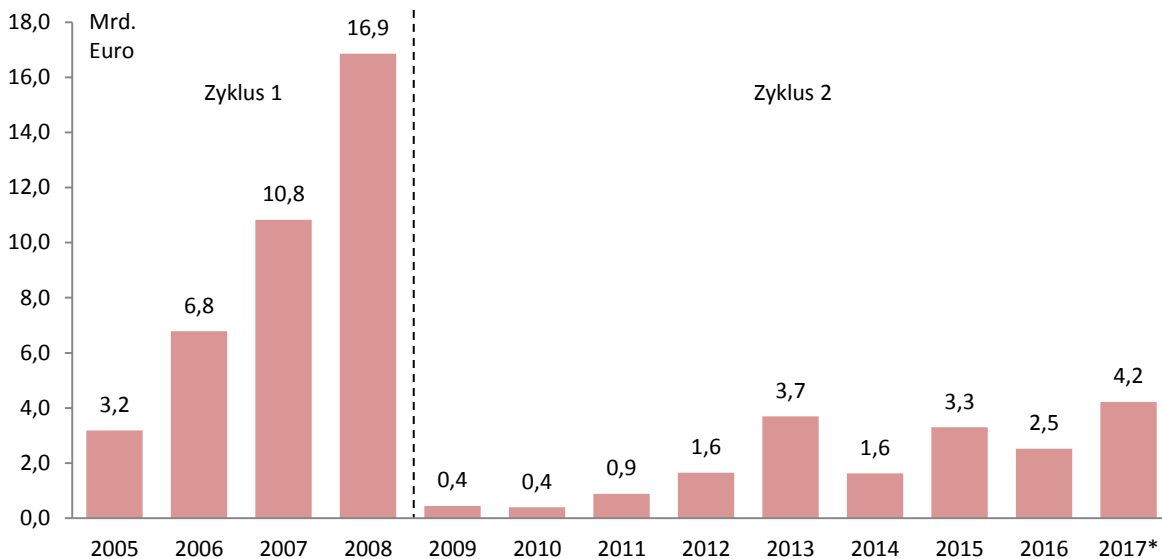
Verglichen mit den vergangenen Geschäftsjahren hat in 2017 die Rückkaufaktivität deutscher Konzerne gemessen am Gesamtvolumen bedeutend zugenommen.

Entwicklung der Aktienrückkäufe seit 2005 – die zwei Zyklen

Rückkaufaktivitäten folgen dem Wirtschaftszyklus. Rückkäufe werden nur durchgeführt, wenn ausreichend ausschüttungsfähige Mittel verfügbar sind. In der Regel steigen diese auch mit dem Wirtschaftswachstum, so dass Unternehmen erst im Laufe einer Expansion in Aktienrückkäufe einsteigen. Zum Ende einer Expansi-



Abbildung 1: Volumen der Aktienrückkäufe in DAX und MDAX in Mrd. Euro



Aktienrückkäufe entsprechen der Differenz zwischen Kapitalrückkäufen und Neuemissionen. *)Für das Jahr 2017 sind nur die Rückkäufe bis zum 20.09.2017 berücksichtigt. Quelle: Unternehmensinformationen, Stand 20.09.2017.

on, wenn die Aktienkurse am höchsten sind, haben auch die Rückkaufaktivitäten ihr Maximum erreicht. Der anschließende Kursverfall und Mangel an liquiden Mitteln setzt den Rückkaufaktivitäten ein jähes Ende.

Abbildung 1 zeigt die Einteilung der Rückkäufe in Zyklen seit 2005. Der erste Zyklus reicht bis 2008. In dieser Zeit entwickelten sich die ersten Tendenzen für eine Rückkaufkultur nach US-amerikanischem Vorbild. Steigendes Wirtschaftswachstum führte zu steigenden Umsätzen und schließlich zu überschüssiger Liquidität, welche für Aktienrückkäufe eingesetzt werden konnte. Zudem ermutigten die stetig steigenden Aktienkurse zu Investitionen in die eigenen Titel in Erwartung weiterer Kurssteigerungen. In 2008 setzten 16 Unternehmen in Summe 16,9 Mrd. Euro ein – ein historischer Höchststand.

In 2009 kam es zu einem deutlichen Bruch, der den ersten Zyklus beendete und den zweiten

einläutete. Die Finanzkrise beendete die Expansion schlagartig und verschlechterte die finanziellen Aussichten der Konzerne, so dass Aktienrückkäufe einschließen. In 2009 kauften nur noch drei Unternehmen zusammen für 442 Mio. Euro eigene Aktien, in 2010 war sogar nur ein Unternehmen aktiv. Eigentlich wäre diese Phase gut für Rückkäufe gewesen, da die Kurse auf Tiefststand waren. Es fehlten jedoch die finanziellen Mittel für Rückkäufe oder es ergaben sich andere und bessere Verwendungsmöglichkeiten. Ebenso waren die jüngsten Preiseinbrüche noch zu präsent und führten zu prozyklischem Verhalten. Beispielsweise setzte Daimler bis 2008 knapp 8 Mrd. Euro für Aktienrückkäufe ein, kam anschließend ins Straucheln und musste in 2009 zwei Mrd. Euro zu deutlich niedrigeren Kursen neu aufnehmen.

Durch die sich langsam bessernde Wirtschaftslage machten erst 2011 wieder drei Konzerne von der Möglichkeit Gebrauch, ihre eigenen



Tabelle 2: Timing der Aktienrückkäufe in DAX und MDAX

	Alle Rückkäufe			Gutes Timing			Schlechtes Timing		
	Anz.	Volumen in Mio. €	Rendite p.a.	Anz.	Volumen in %	Rendite p.a.	Anz.	Volumen in %	Rendite p.a.
2005	8	3.186	45,1%	7	97%	46,8%	1	3%	-8,2%
2006	10	6.782	-32,0%	0	0%	0,0%	10	100%	-32,0%
2007	12	10.831	-12,1%	2	4%	8,5%	10	96%	-12,9%
2008	16	16.859	-4,8%	9	16%	18,5%	7	84%	-9,4%
2009	3	442	-3,4%	2	10%	21,5%	1	90%	-6,0%
2010	1	400	-2,4%	0	0%	0,0%	1	100%	-2,4%
2011	3	883	4,6%	2	99%	4,6%	1	1%	-0,5%
2012	3	1.647	11,3%	3	100%	11,3%	0	0%	0,0%
2013	5	3.700	5,2%	5	100%	5,2%	0	0%	0,0%
2014	5	1.633	16,6%	5	100%	16,6%	0	0%	0,0%
2015	4	3.294	29,0%	4	100%	29,0%	0	0%	0,0%
2016	6	2.518	26,8%	6	100%	26,8%	0	0%	0,0%
2017*	6	4	-	-	-	-	-	-	-
Gesamt	76	52.175	-1,1%	45	38%	21,6%	31	62%	-15,1%

*Für das Jahr 2017 sind nur die Rückkäufe bis zum 20.09.2017 berücksichtigt.

Quelle: Unternehmensinformationen, ThomsonReuters, Stand 20.09.2017.

Anteile zurückzukaufen. 2013 waren es schon fünf und in 2017 bereits sechs Unternehmen zuzüglich zweier Ankündigungen. Auch das Volumen stieg langsam wieder an. Von 2012 auf 2013 stieg es von 1,6 Mrd. auf 3,7 Mrd. Euro, fiel anschließend leicht zurück und betrug in 2017 bereits wieder 4,2 Mrd. Euro. 2017 markiert vorerst den Höchststand in dem aktuellen Zyklus.

Wie lang der aktuelle Zyklus andauern wird, ist schwer vorherzusagen. Anhaltspunkte hierfür können makroökonomische Prognosen liefern. Man sollte sich jedoch nicht zu sehr darauf verlassen.

Timing der Rückkäufe 2005 bis 2016

Der Erfolg des Timings eines Aktienrückkaufs wird über die Rendite in den folgenden beiden Jahren nach dem Rückkauf bewertet. Das Timing eines Rückkaufs wird im Rahmen dieser Analyse als „gut“ gewertet, wenn im Anschluss

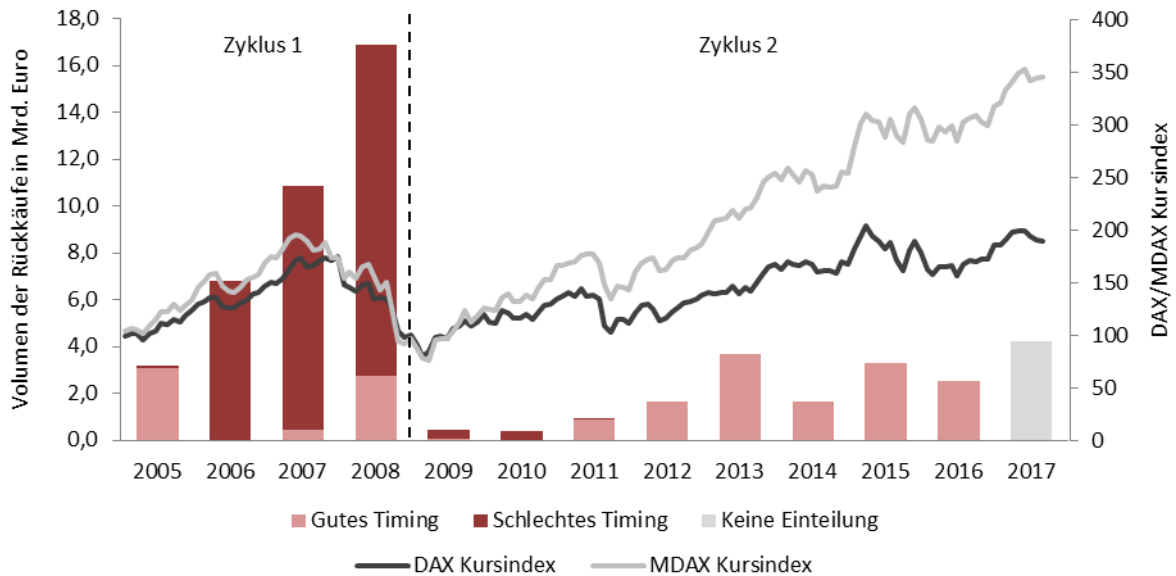
an den Rückkauf eine positive Rendite zu verzeichnen war. Falls der Aktienkurs im Nachgang von Aktienrückkäufen fiel, werden die Rückkäufe eines Geschäftsjahres als „schlecht“ klassifiziert. Die Rendite berechnet sich aus dem durchschnittlichen Rückkaufkurs und dem Aktienkurs zum Ende des Geschäftsjahres zwei Jahre später.² Für die Rückkäufe der Jahre 2015 und 2016 wird die Rendite vom Zeitpunkt des Rückkaufs bis Anfang September 2017 herangezogen. Die Rückkäufe aus 2017 werden in der Analyse nicht berücksichtigt. Zur Vergleichbarkeit werden alle Renditen annualisiert und absolut betrachtet.³ Für den Erfolg des Timings ist entscheidend, Phasen niedriger Kurse abzuspassen. Ob der Rückkauf kausal für den Preisanstieg war, ist hierbei nebensächlich.

² In einzelnen Fällen ist der durchschnittliche Rückkaufkurs nicht verfügbar. Zur Annäherung dient dann der durchschnittliche Tageskurs des Geschäftsjahres.

³ Für Rückkäufe zwischen September 2016 und Dezember 2016 beträgt der Zeitraum weniger als ein Jahr. Eine positive Rendite wird im Zuge der Annualisierung daher vergrößert.



Abbildung 2: Timing der Aktienrückkäufe und Kursstände



*) Für das Jahr 2017 sind nur die Rückkäufe bis zum 20.09.2017 berücksichtigt.
Quelle: Unternehmensinformationen, ThomsonReuters, Stand 20.09.2017.

Adidas hat im Geschäftsjahr 2016 Aktien im Wert von rund 218 Mio. Euro zurückgekauft (durchschnittlicher Kurs 139 Euro). Im September 2017, neun Monate später, stand die Adidas Aktie bei knapp 200 Euro. Annualisiert ergibt sich eine Rendite von rund 50 % p.a. Der Rückkauf wird als „gut“ bewertet, da Adidas die eigenen Anteile zu niedrigen Preisen zurückgekauft und sich anschließend ein Kursgewinn eingestellt hat.

Ebenso wie bei Adidas sind alle Rückkäufe des Jahres 2016 als „gut“ klassifiziert. Bei allen Unternehmen sind die Kurse nach Abschluss der Rückkäufe gestiegen. Im Schnitt lässt sich eine Rendite von 26,8 % p.a. nach den Rückkäufen verzeichnen.

Die Erfolgssträhne reicht bis zum Jahr 2011 zurück (Abbildung 2). Alle Aktienrückkäufe des Zeitraums 2011 bis 2016 sind mit einer kleinen Ausnahme als „gut“ klassifiziert. In der lang anhaltenden, wenn auch moderaten, Expansion

stiegen die Aktienkurse nach und nach, so dass die Rückkäufe ex-post betrachtet zu günstigen Kursen getätigt wurden.

Vor allem seit 2012 ist die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank für die steigenden Aktienkurse verantwortlich. Durch das schrittweise fallende Zinsniveau stiegen Aktienkurse stark an. Allein im Kalenderjahr 2012 legte der DAX Kursindex um 24 % zu, im Folgejahr 2013 erneut um 21 %. Auch die Rückkaufaktivitäten der Unternehmen und die wirtschaftliche Situation der Unternehmen sind mit dafür verantwortlich, dass die Kurse gestiegen sind. Relativ betrachtet entfällt der Löwenanteil jedoch auf die Geldpolitik.

Der aktuelle Zyklus war bisher für das Timing der Aktienrückkäufe sehr gut. Blickt man auf den vergangenen Zyklus zurück, so entdeckt man, dass bis 2005 das Timing der meisten Rückkäufe als „gut“ klassifiziert wurde, ab 2006 hingegen als „schlecht“. Das Ende des Rückkauf-



Tabelle 3: Stand der Ermächtigungen zu Aktienrückkäufen September 2017

Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien nach Akt §71 Abs.1 Nr.8		
	Anzahl	in %
Ermächtigung vorhanden	67	84%
davon:		
aktuelle Rückkäufe	5	
Rückkäufe angekündigt	2	
keine Aktivität	60	
nicht vorhanden	13	16%
Gesamt	80	-

Quelle: Unternehmensinformationen. Stand 20.09.2017.

zyklus wird durch das Ende des Wirtschaftszyklus dominiert, so dass das Timing gegen Ende einer Expansion als „schlecht“ eingestuft wird. Ex-post lässt sich diese Schlussfolgerung schnell ziehen. Zum Zeitpunkt des Rückkaufs kann man i.d.R. jedoch nicht wissen, wo man sich im Wirtschaftszyklus befindet.

Aggregiert über beide Zyklen hinweg betrachtet wird das Timing volumengewichtet in 62 % der Rückkäufe als „schlecht“ klassifiziert. So bleibt nur etwas mehr als ein Drittel der Rückkäufe übrig, bei denen das Timing als „gut“ erachtet wird (Tabelle 2). Im langfristigen Mittel muss man den Konzernen deshalb ein schlechtes Timing attestieren.

Ausblick

Da jüngst die Rückkaufaktivität zugenommen hat und die Unternehmen bei den vergangenen Rückkäufen Erfolg beim Timing vorweisen konnten, stellt sich die Frage, ob die Rückkaufaktivitäten zukünftig weiter zunehmen werden.

Eine notwendige Voraussetzung für einen Aktienrückkauf ist eine Ermächtigung der Hauptversammlung. Am gängigsten ist eine Ermächti-

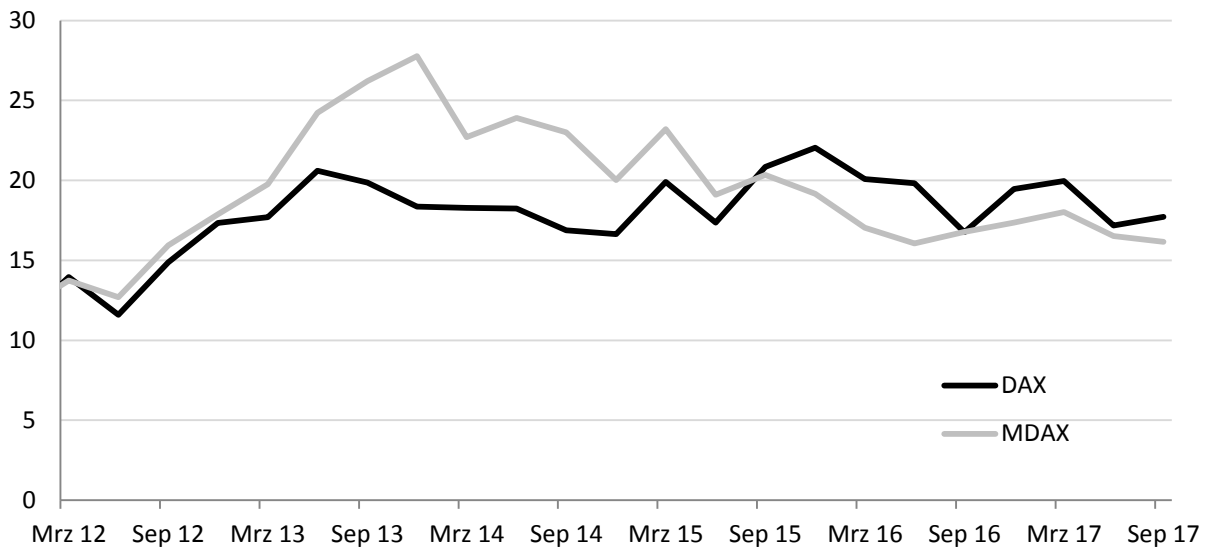
gung nach Aktiengesetz §71 Abs.1 Nr.8, die dem Unternehmen Spielraum für den Start der Rückkäufe und die anschließende Verwendung gibt und für maximal fünf Jahre gültig ist. Tabelle 3 zeigt, dass 67 der 80 Konzerne solch eine Ermächtigung besitzen. Dies bedeutet, dass sie jederzeit Rückkäufe von bis zu 10 % ihres Grundkapitals durchführen könnten.

Die meisten Unternehmen haben jedoch von ihren Ermächtigungen nie Gebrauch gemacht. In der Regel verfallen diese ungenutzt nach fünf Jahren und werden auf der nächsten Hauptversammlung wieder erneuert. Der größte Teil der Ermächtigungen ist daher als „Vorratsbeschluss“ zu betrachten. Das Management möchte die Flexibilität haben, Rückkäufe durchführen zu können, unabhängig davon, ob das Management Rückkäufe als erstrebenswert betrachtet oder nicht.

Die Anzahl der Ermächtigungen birgt wenig Information über zukünftige Rückkäufe, daher lohnt ein Blick in die jüngsten Kapitalallokationsentscheidungen der Unternehmen. Der Entschluss eigene Aktien zu kaufen ist keine „ja oder nein“-Entscheidung, sondern ein Abwägen zwischen den verschiedenen Verwendungsmög-



Abbildung 3: Kurs-Gewinn-Verhältnis von DAX und MDAX



Quelle: Bloomberg, Stand 20.09.2017.

lichkeiten freier Mittel: Investitionen, Akquisitionen, Dividendenzahlungen oder Kassenhaltung.

Trotz der niedrigen Zinsen herrscht bei deutschen Unternehmen aktuell Zurückhaltung bei Investitionen. Zwar ist unter anderem Ziel der Niedrigzinspolitik Investitionen anzukurbeln, jedoch scheint dies kaum Wirkung zu entfachen. Auch eine hohe Kassenhaltung erscheint im aktuellen Umfeld nicht vorteilhaft, da für größere Einlagen Strafzinsen gezahlt werden müssen. Ein deutlicher Anstieg der gezahlten Dividenden ist ebenso wenig zu erwarten. In der Regel verfolgt jedes Unternehmen eine langfristige Dividendenpolitik, die nur in den äußersten Fällen und meist gezwungenermaßen verlassen wird. Beispiele dafür stellen die Deutsche Bank 2016 oder die Commerzbank bis 2015 dar, die auf Grund der wirtschaftlichen Situation kein Kapital auszahlen konnten.

So bleiben für die Akteure schließlich Akquisitionen und Aktienrückkäufe übrig. Akquisitionen

sind in 2017 hoch im Kurs. Eine Akquisition scheint jedoch nur dann sinnvoll, wenn man zu einem guten Preisniveau die Aktien eines anderen Unternehmens erwerben kann. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von DAX und MDAX ist seit 2013 für den MDAX deutlich gesunken und für den DAX auf gleichem Niveau geblieben (Abbildung 3). Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob die Unternehmen ihre eigenen Aktien als günstig erachten. Die zwischenzeitlich neuen Höchststände von DAX und MDAX sollten die Unternehmen daher nicht von Rückkäufen abhalten.

Diesem Gedanken steht jedoch die Erfahrung der Jahre 2008 und 2009 gegenüber, als Aktien zu Höchstpreisen gekauft wurden und anschließend die Preise stark fielen. Diese Erfahrung hat wie ein Dämpfer auf die Entwicklung einer Rückkaufkultur in Deutschland gewirkt.



Fazit

Aktienrückkäufe nehmen in Deutschland wieder Fahrt auf. Aktuell befinden sich die Rückkaufvolumina auf Höchststand seit neun Jahren, allerdings noch weit entfernt von dem Volumen vor

der Finanzkrise. Für die zukünftige Entwicklung der Aktienrückkäufe wird entscheidend sein, ob die schlechten Erfahrungen der Vergangenheit oder die jüngsten positiven Erfahrungen stärker wirken.



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

© 2017 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. Philipp Immenkötter; *Redaktionsschluss* 6. Oktober 2017