



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

UNTERNEHMEN 2/8/2018

Aktienrückkäufe im Trend

von PHILIPP IMMENKÖTTER

- Aktienrückkäufe steuern auf ein neues 10-Jahreshoch zu. In 2018 wurden bisher 4,8 Mrd. Euro von den DAX und MDAX Konzernen für Aktienrückkäufe eingesetzt, weitere 5,7 Mrd. Euro wurden bereits angekündigt.
- Niedrige Zinsen, hohe Kassenbestände und geringe Kurs-Gewinn-Verhältnisse lassen Aktienrückkäufe attraktiv erscheinen.

Wenn ein Unternehmen seine eigenen Aktien am Kapitalmarkt kauft, setzt es freie Mittel ein, um die Anzahl ausstehender Aktien zu reduzieren. Es tauscht Kasse gegen einen höheren Gewinn je Aktie. Liquide Mittel werden ausgegeben, dafür aber keine neuen Assets angeschafft.

Daher wundert es nicht, dass Aktienrückkäufe eher ein Mittel letzter Wahl sind. Erst wenn sich keine weiteren Investitionsmöglichkeiten und Zukäufe ergeben, die Dividende nicht kurzfristig erhöht, es keinen Grund für eine vorzeitige Schuldentilgung gibt und auch kein übermäßig hoher Liquiditätspuffer benötigt wird, greifen Unternehmen zu der Maßnahme und kaufen ihre eigenen Titel zurück.

Aktuell scheint dies der Fall zu sein. Durch die niedrigen Zinsen erscheinen sowohl Kassenhaltung als auch vorzeitige Schuldentilgung als unattraktiv. Eine kurzfristige Erhöhung der

Dividende wird von Investoren meist nicht gern gesehen und Investitions- und Akquisitionsaktivitäten sind aktuell auf keinem besonders hohen Niveau.

Diese Rahmenbedingungen bewirken, dass Aktienrückkäufe deutlich an Attraktivität gewonnen haben. Bis Mitte Juli 2018 haben bereits 7 DAX und MDAX Konzerne ihre eigenen Anteile zurückgekauft und hierfür in Summe 4,8 Mrd. Euro eingesetzt. Weitere 5,7 Mrd. Euro an Rückkäufen wurden bereits angekündigt. Die Chancen stehen gut, dass das Vorjahresvolumen von 5,5 Mrd. Euro übertroffen und ein neues 10-Jahreshoch erreicht wird.

Das Timing der Aktienrückkäufe, gemessen am Kursverlauf in den folgenden zwei Jahren nach Rückkauf, war in jüngster Zeit überwiegend gut.



Von den Rückkäufen des Jahres 2017 wurden 83 % als gut klassifiziert. In den Jahren 2012 bis 2016 sind die Kurse aller Unternehmen deutlich angestiegen, nachdem sie Rückkäufe durchgeführt haben. Dieser Erfolg ermutigt weitere Unternehmen aktiv zu werden.

Aktienrückkäufe verlaufen prozyklisch. 2008, als Aktienrückkäufe mit 16 Mrd. Euro ihr Allzeithoch erreicht hatten, setzte die Finanzkrise dem ein Ende. Der aktuelle Rückkauf-Zyklus geht nun schon in sein zehntes Jahr. Über sein Ende wird die Konjunktur entscheiden. Derzeit ist noch kein Ende in Sicht.

Datengrundlage: DAX und MDAX seit 2005

Der hier betrachtete Datensatz umfasst die Unternehmen, die Juli 2018 in DAX oder MDAX gelistet waren. Der Beobachtungszeitraum für diese 80 Unternehmen erstreckt sich von Geschäftsjahr 2018 zurück bis zum Geschäftsjahr 2005. Da nicht alle Unternehmen bereits zum Beginn der Zeitspanne existierten oder gelistet waren, liegen für das Jahr 2005 nur 53 Beobachtungen vor. Die Anzahl der Beobachtungen steigt bis zum Geschäftsjahr 2017 auf 78 Unternehmen und bis Mitte 2018 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 Aktienrückkäufen gleichzeitig Aktien zu Vergütungszwecken oder ähnlichem verwendet werden können, werden stets die Nettokapitalrückkäufe eines Geschäftsjahres betrachtet: Rückkäufe abzüglich Einnahmen durch Aktienaussgabe.

Stand der Ermächtigungen

Ein Unternehmen kann nur Aktienrückkäufe durchführen, wenn es eine Ermächtigung der Hauptversammlung zum Erwerb eigener Anteile besitzt. Solch eine Ermächtigung ist für maximal fünf Jahre gültig und umfasst bis zu 10 % der ausstehenden Aktien. 66 der 80 DAX und MDAX-Konzerne haben sich eine Ermächtigung zum Erwerb eigener Anteile von der Hauptversammlung geben lassen (Tabelle 1) Gebrauch machen davon in der Regel jedoch nur wenige – derzeit unterhalten 7 Konzerne ein Rückkaufprogramm. Der größte Teil der Ermächtigungen ist als „Vorratsbeschluss“ zu betrachten. Das

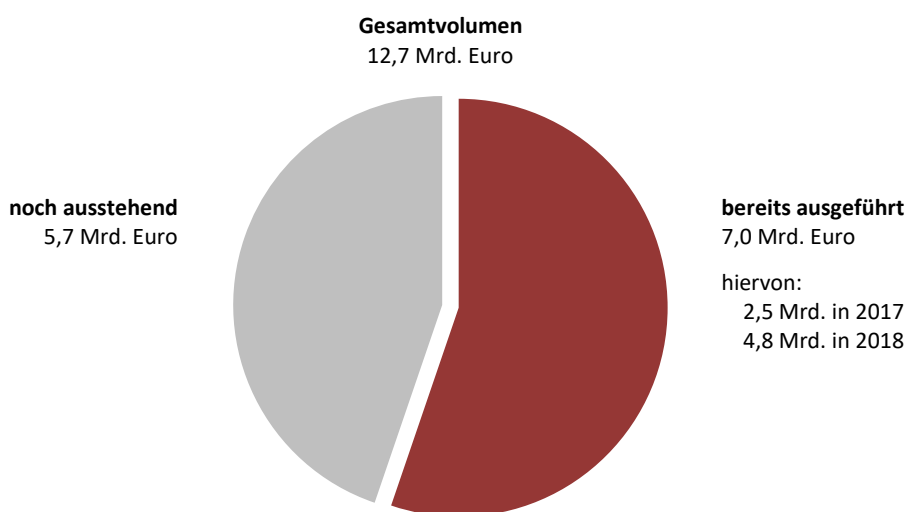
Tabelle 1: Stand der Ermächtigungen zu Aktienrückkäufen DAX/MDAX im Juli 2018

	Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien nach AktG §71 Abs.1 Nr.8	
	Anzahl	in %
Ermächtigung vorhanden	66	83%
davon:		
aktuell aktiv	7	9%
Rückkäufe angekündigt	0	0%
keine Aktivität	59	74%
nicht vorhanden	14	18%
Gesamt	80	-

Quelle: Unternehmensinformationen. Stand 15.07.2018.



Abbildung 1: Aktueller Stand der Aktienrückkäufe DAX/MDAX, Juli 2018



Quelle: Unternehmensinformationen, Stand 15.07.2018

Tabelle 2: Aktuelle Rückkaufprogramme DAX/MDAX im Juli 2018

in Mio. Euro	Aktuelles Programm	bereits ausgeführt	noch ausstehend
Adidas	3.000	550	2.450
Allianz	2.080	2.080	0
Covestro	1.500	835	665
Deutsche Börse	1.000	200	800
Munich Re	2.000	1.122	878
Rocket Internet	100	21	79
Siemens	3.000	2.197	803
Summe	12.680	7.005	5.675

Quelle: Unternehmensinformationen, Stand 15.07.2018

Management möchte Flexibilität haben, Rückkäufe durchführen zu können, unabhängig davon, ob das es aktuell Rückkäufe als erstrebenswert betrachtet oder nicht.

Stand der Aktienrückkäufe DAX/MDAX im Juli 2018

Aktuell unterhalten 7 Unternehmen Rückkaufprogramme, welche in Summe 12,7 Mrd. Euro umfassen (Abbildung 1). Die Programme wurden in 2017 oder 2018 aufgelegt und in Summe

bereits zu 7,0 Mrd. Euro umgesetzt. Weitere 5,7 Mrd. Euro sind noch offen, die für den weiteren Verlauf von 2018 oder in 2019 umgesetzt werden können.

Die größten Aktienrückkaufprogramme unterhalten Adidas und Siemens und umfassen jeweils 3 Mrd. Euro (Tabelle 2). Während Adidas erst 550 Mio. Euro umgesetzt hat und der Großteil noch aussteht, hat Siemens bereits 2,2 Mrd. Euro umgesetzt. Das Programm der Allianz umfasst 2 Mrd. Euro und ist bereits vollständig



umgesetzt. Zudem hat die Allianz im Vorjahr weitere 3 Mrd. Euro zurückgekauft, so dass innerhalb der letzten 18 Monate 5 Mrd. Euro in Aktienrückkäufe investiert wurden. Die Munich Re unterhält ebenfalls ein Rückkaufprogramm in Höhe von 2 Mrd. Euro, welches bereits zu 50 % ausgeführt wurde.

Entwicklung der Rückkaufprogramme seit 2005

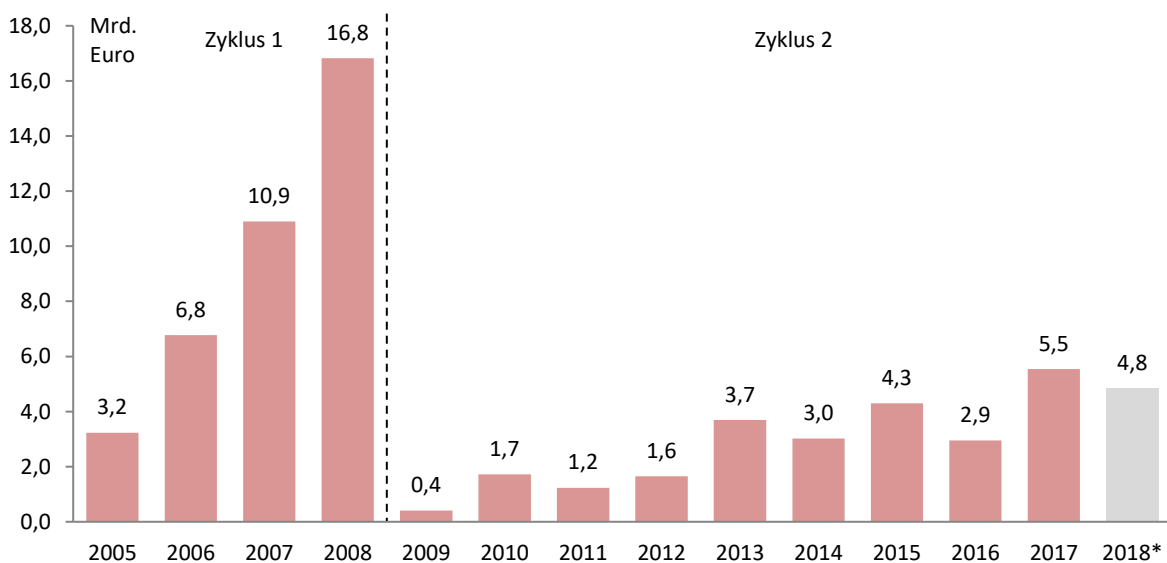
Maßgeblich für die Entwicklung der Rückkaufaktivitäten ist der Wirtschaftszyklus. Nur wenn ausreichend ausschüttungsfähige Mittel zur Verfügung stehen, können Aktienrückkäufe durchgeführt werden. Daher steigen die Rückkaufaktivitäten im Zuge einer Expansion an und brechen mit Einsetzen einer Krise abrupt ab. Sobald ausschüttungsfähige Mittel Mangelware sind, werden auch keine Rückkäufe mehr getätigt. Aktienrückkäufe verlaufen daher prozyklisch.

In Abbildung 2 sind die Aktienrückkäufe der DAX und MDAX Konzerne auf Kalenderjahre aufgeteilt, die prozyklische Entwicklung ist deutlich zu

erkennen. Die Rückkäufe seit 2005 lassen sich in zwei Zyklen unterteilen. Der erste Zyklus verläuft bis 2008. Von 2005 stieg das Volumen der zurückgekauften Aktien von 3,2 Mrd. Euro auf 16,9 Mrd. Euro an, welches auch den historischen Höchstwert darstellt. 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 gaben 16 Unternehmen in Summe 16,8 Mrd. Euro für Aktienrückkäufe aus – ein historischer Höchststand.

Die Finanzkrise setzte den Rückkaufaktivitäten ein jähes Ende. Der erste Zyklus war vorbei und der zweite Zyklus startete. Durch die deutlich verschlechterte finanzielle Situation der Konzerne waren kaum überschüssige liquide Mittel verfügbar. Und falls sie verfügbar waren, wurden sie eher in der Kasse gehalten, um das Sicherheitspolster zu erhöhen oder ins operative Geschäft investiert.

Abbildung 2: Volumen der Aktienrückkäufe DAX/MDAX



Anmerkung: Aktienrückkäufe entsprechen der Differenz zwischen Kapitalrückkäufen und Neuemissionen. *) Für das Jahr 2018 sind nur die Rückkäufe bis zum 15.07.2018 berücksichtigt. Quelle: Unternehmensinformationen, Stand 15.07.2018.



Tabelle 3: Aktienrückkäufe DAX/MDAX seit 2005

	Anzahl der Rückkäufe	Gesamtvolumen in Mio. Euro	Durchschnittliches Volumen in Mio. Euro	Durchschnittliches Volumen in % der Marktkap.**
Gesamt	102	67.096	585	2,9%
2005	9	3.229	359	5,1%
2006	10	6.773	677	3,1%
2007	13	10.893	838	3,3%
2008	16	16.828	1.052	3,4%
2009	2	412	206	1,3%
2010	3	1.715	572	2,6%
2011	5	1.237	247	0,9%
2012	3	1.647	549	2,3%
2013	5	3.700	740	3,9%
2014	6	3.026	504	3,5%
2015	5	4.302	860	3,2%
2016	7	2.948	421	2,2%
2017	11	5.547	504	0,7%
2018*	7	4.838	691	1,7%

Anmerkung: Aktienrückkäufe entsprechen der Differenz zwischen Kapitalrückkäufen und Neuemissionen. *) Für das Jahr 2018 sind nur die Rückkäufe bis zum 15.07.2018 berücksichtigt. **) Marktkapitalisierung wird zu Beginn des Geschäftsjahres gemessen. Quelle: Unternehmensinformationen, ThomsonReuters, Stand 15.07.2018.

Im Laufe der Jahre besserte sich die Wirtschaftslage, so dass 2011 bereits wieder 5 der derzeit in DAX und MDAX gelisteten Konzerne aktiv waren. Das Jahr 2017 markiert mit 11 Unternehmen und einem Rückkaufvolumen von 5,5 Mrd. Euro vorerst den Höchststand im aktuellen Zyklus. In 2018 waren bisher 7 Unternehmen aktiv, die in Summe 4,8 Mrd. Euro umgesetzt haben.¹ Da aktuell noch 5,7 Mrd. Euro an angekündigten Rückkäufen ausstehend sind und davon auszugehen ist, dass zumindest ein Teil im laufenden Geschäftsjahr umgesetzt wird, erscheint es durchaus realistisch, dass zum Ende des Jahres ein neuer Höchststand erreicht wird.

¹ Von dem in Abbildung 1 1 umgesetzten Volumen der aktuellen Rückkaufprogramme in Höhe von 7,0 Mrd. Euro wurden 4.838 Mio. Euro in 2018 umgesetzt und 2.162 Mio. Euro im Vorjahr.

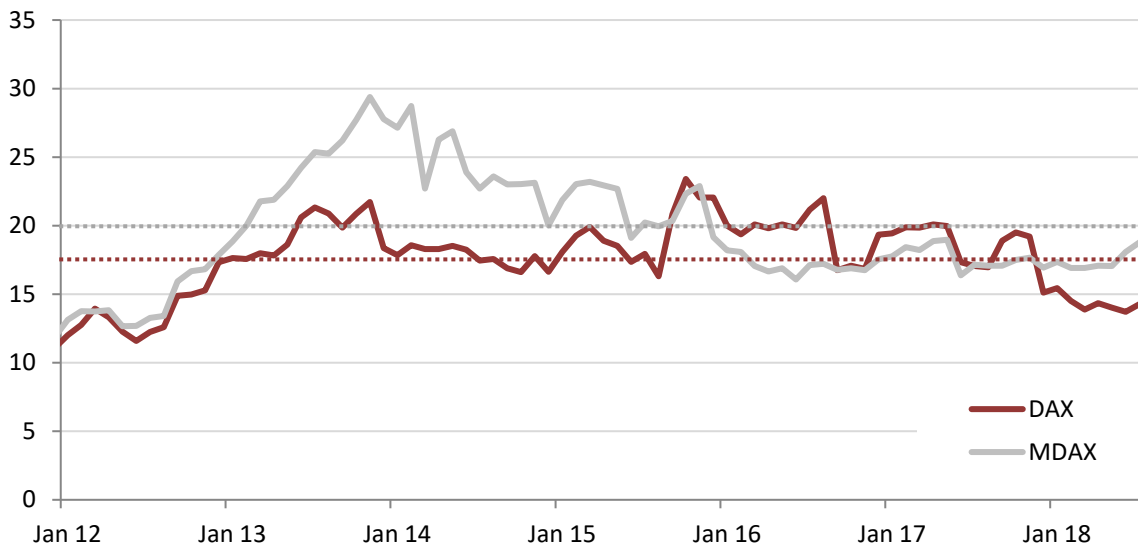
Erklärung für die hohe Rückkaufaktivität

Mit 11 in 2017 aktiven Unternehmen und bereits 7 in der ersten Hälfte von 2018 weisen deutsche Konzerne im Vergleich zu den vergangenen zehn Jahren eine hohe Rückkaufaktivität auf. Was zeichnet das aktuelle Marktumfeld aus, dass die Konzerne sich für Aktienrückkäufe entscheiden?

Für Aktienrückkäufe spricht zunächst das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Mitte Juli betrug das KGV für den DAX 14,0 und lag somit deutlich unter dem mittelfristigen Schnitt seit 2012 (17,7). Auch das KGV des MDAX lag mit 18,5 (vs. 19,7) leicht darunter (Abbildung 3 auf der nächsten Seite). Im Verhältnis zu dem erwirtschafteten Gewinnen, erscheinen die eigenen Aktien der Unternehmen im aktuellen Marktumfeld nicht überbewertet.



Abbildung 3: Kurs-Gewinn-Verhältnis DAX/MDAX



Anmerkung: Durchschnitt seit 2005 für DAX bzw. MDAX ist als gestrichelte Linie dargestellt.
Quelle: Bloomberg, Stand 15.07.2018.

Eine Entscheidung für Aktienrückkäufe ist gleichzeitig eine Entscheidung gegen Schuldentilgung, Dividendenzahlung, Erhöhung der Kasse, Investitionen oder Akquisitionen.

Vorzeitige Schuldentilgung scheint im aktuellen Marktumfeld eher eine unattraktive Alternative zu sein. Durch die niedrigen Zinsen notieren die Kurse der Anleihen auf hohem Niveau, so dass eine vorzeitige Rückzahlung des Fremdkapitals nicht vorteilhaft erscheint. Gleichzeitig ist die Zinsbelastung auf historisch niedrigem Niveau, so dass auch hier kein Handlungsbedarf besteht.

Die Kassenbestände der DAX-Konzerne zum Ende des Geschäftsjahres 2017 liegen mit 7,3 % der Bilanzsumme etwas oberhalb des langfristigen Durchschnitts von 6,6 % (Tabelle 4 auf der nächsten Seite). Für den MDAX ergibt sich ein vergleichbares Bild. 10,5 % der Bilanzsumme entfallen auf die Kasse – etwas mehr als der historische Durchschnitt von 9,7 %. Da auf Einlagen aktuell Negativzinsen entfallen, erscheint eine Erhöhung der Kasse ebenfalls keine attraktive Option darzustellen.

Die Dividende kurzfristig zu erhöhen scheidet meist als Alternative aus, da Investoren leicht steigende nicht volatile Dividenden bevorzugen. Ebenso wird eine potentielle Kürzung der Dividende im Folgejahr als deutlich negatives Signal aufgefasst.

Ob es tatsächlich nur geringe alternative Investitions- und Akquisitionsmöglichkeiten gibt, ist von außerhalb des Unternehmens schwer zu bewerten. Die fortschreitende Digitalisierung, künstliche Intelligenz, autonomes Fahren, etc. sprechen jedoch eher für Investitionspotential und die niedrigen KGVs für günstige Akquisitionskurse. Fraglich ist daher, ob wirklich die Opportunitäten nicht gegeben sind oder ob es sich um mangelnde wirtschaftliche Kreativität auf Seiten der Konzerne handelt.

So erscheinen, abgesehen vom Investitions- und Akquisitionspotential, Aktienrückkäufe im aktuellen Marktumfeld eine attraktive Lösung zu bieten, die überschüssigen Mittel an Investoren auszuzahlen.



Tabelle 4: Kassenbestände als Anteil der Bilanzsumme

	DAX	MDAX
Durchschnitt 2005 bis 2017	6,6%	9,7%
2005	7,6%	10,6%
2006	5,8%	9,5%
2007	6,5%	8,4%
2008	4,9%	8,2%
2009	7,5%	10,8%
2010	7,8%	10,3%
2011	6,9%	9,8%
2012	6,3%	10,0%
2013	6,6%	9,5%
2014	6,3%	9,9%
2015	5,9%	9,1%
2016	5,9%	9,7%
2017	7,3%	10,5%

Quelle: ThomsonReuters, Stand: 15.07.2018

Timing der Rückkäufe bis 2017

Um den Erfolg der Aktienrückkäufe eines Unternehmens innerhalb eines Geschäftsjahres zu bewerten, wird die Rendite in den folgenden beiden Jahren nach dem Rückkauf betrachtet. Im Rahmen dieser Studie wird das Timing der Aktienrückkäufe eines Geschäftsjahres als „gut“ bezeichnet, falls im Anschluss an die Rückkäufe eine positive Rendite zu verzeichnen ist. Fällt der Kurs im Nachgang von Aktienrückkäufen, so wird das Timing der Rückkäufe des Geschäftsjahres im Rahmen dieser Studie als „schlecht“ klassifiziert. Die Rendite entspricht jeweils dem Verhältnis zwischen durchschnittlichem Rückkaufkurs und dem Aktienkurs zum Ende des Geschäftsjahres zwei Jahre später.² Für die Rückkäufe der Jahre 2016 und 2017 wird die Rendite vom Zeitpunkt des Rückkaufs bis Mitte Juli 2018 herangezogen. Die Rückkäufe aus 2018 werden in der Analyse nicht berücksichtigt. Alle Renditen werden zur Vergleichbarkeit annuali-

siert und absolut betrachtet.³ Für den Erfolg des Timings ist entscheidend, Phasen niedriger Kurse abzupassen. Ob der Rückkauf kausal für den Preisanstieg war, ist hierbei nebensächlich.

Von den Rückkäufen aus 2017 sind volumengewichtet 83 % als „gut“ klassifiziert (Tabelle 5 auf der nächsten Seite). Die sechs Unternehmen, auf welche dies zutrifft sind Adidas, Allianz, Deutsche Börse, Munich Re, Rocket Internet und SAP. Nach ihren Rückkäufen ergab sich im Schnitt eine positive annualisierte Rendite von 5,3 %.

Die Rückkäufe der restlichen fünf Unternehmen aus 2017, bzw. 17 % des Gesamtvolumens, wurden als schlecht klassifiziert, da es im Schnitt nach den Rückkäufen zu einem Kursverfall von 29,9 % p.a. kam. Hierunter sind die Rückkäufe

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

³ Für Rückkäufe zwischen Juli und Dezember 2017 beträgt der Zeitraum weniger als ein Jahr. Eine positive Rendite wird im Zuge der Annualisierung daher vergrößert.



Tabelle 5: Timing der Aktienrückkäufe DAX/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	9	3.229	44,7%	8	97%	46,4%	1	3%	-8,2%
2006	10	6.773	-32,1%	0	0%	0,0%	10	100%	-32,1%
2007	13	10.893	-12,1%	2	4%	8,5%	11	96%	-12,9%
2008	16	16.828	-4,8%	9	17%	18,2%	7	83%	-9,5%
2009	2	412	-5,6%	1	1%	38,5%	1	99%	-6,2%
2010	3	1.715	7,8%	1	75%	11,1%	2	25%	-2,4%
2011	5	1.237	8,3%	4	99%	8,4%	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	6	3.026	12,2%	6	100%	12,2%	0	0%	0,0%
2015	5	4.302	15,4%	5	100%	15,4%	0	0%	0,0%
2016	7	2.948	36,0%	7	100%	36,0%	0	0%	0,0%
2017	11	5.547	-0,2%	6	83%	5,3%	5	17%	-27,2%
2018*	7	4.838	-	-	-	-	-	-	-
Gesamt	102	67.096	-0,3%	57	47%	17,0%	38	53%	-15,5%

Anmerkung: „Gutes Timing“ bedeutet, dass es innerhalb von 2 Jahren nach Rückkauf zu einem Kursanstieg kommt, andernfalls fällt ein Rückkauf in die Kategorie „Schlechtes Timing“. *)Für das Jahr 2018 sind nur die Rückkäufe bis zum 15.07.2018 berücksichtigt. Quelle: Unternehmensinformationen, ThomsonReuters, Stand 15.07.2018.

von Covestro, Deutsche Post, Siemens, GEA und Osram Licht wiederzufinden.

Die Rückkäufe der Jahre 2012 bis 2016 sind alle als gut klassifiziert. Da die Aktienkurse in der Breite des Marktes seit 2012 nach und nach gestiegen sind, wurden ex-post betrachtet alle Rückkäufe zu günstigen Kursen getätigt. Neben den gestiegenen Unternehmensgewinnen haben die Unternehmen auch von der expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank profitiert. Die schrittweise gesenkten Leitzinsen lenkten mehr Geld auf die Aktienmärkte, wodurch die Preise unabhängig von Fundamentaldaten anstiegen.

Der Großteil der Aktienrückkäufe der Jahre 2006, 2007 und 2008 ist als schlecht klassifiziert, da im Zug der Finanzkrise die Kurse nach den Rückkäufen stark gefallen sind. Somit werden

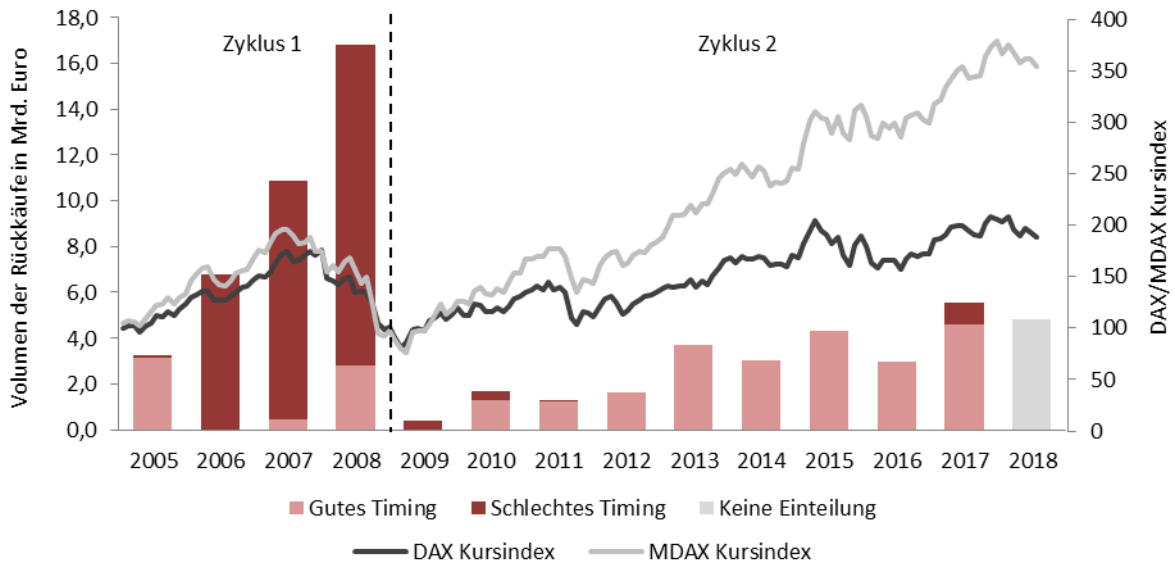
zum Ende eines Rückkaufzyklus tendenziell mehr Rückkäufe als schlecht klassifiziert.

Diese Schlussfolgerung lässt sich ex-post schnell ziehen, zum Zeitpunkt des Rückkaufs ist es für das Unternehmen jedoch bedeutend schwerer einzuschätzen, an welcher Stelle des Wirtschaftszyklus man sich befindet.

Betrachtet über den gesamten Zeitraum halten sich Rückkäufe mit gutem und schlechtem Timing die Waage. Volumengewichtet fallen rund 47 % der Rückkäufe in die Kategorie „gut“ und 53 % zu „schlecht“.



Abbildung 4: Timing der Rückkäufe, Kursverlauf DAX/MDAX



Quelle: ThomsonReuters, Unternehmensinformationen, Stand: 15.07.2018.

Ausblick

Die aktuelle Rückkaufaktivität der deutschen Konzerne erweckt den Anschein, dass Aktienrückkäufe derzeit ein probates Mittel zur Verwendung liquider Mittel sind. Wenn der wirtschaftliche Aufschwung nicht ein abruptes Ende finden wird, ist davon auszugehen, dass in 2018 das Rückkaufvolumen des Vorjahres übertroffen wird. Ebenso scheint es nicht unrealistisch zu

sein, dass sich noch weitere Konzerne zu Aktienrückkäufen entscheiden. Da die MDAX-Konzerne bedeutend kleiner sind und somit noch mehr Wachstumsmöglichkeiten durch Investitionen und Akquisitionen haben, sind die potentiellen neuen Rückkäufer eher aus dem DAX zu erwarten.



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

© 2018 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* 2. August 2018, nachträglich bearbeitet am 27.11.2020.