



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

GESELLSCHAFT & FINANZEN 22/11/2022

Die bilanzielle Überschuldung des deutschen Versicherungsstaats

von SVEN EBERT

Zusammenfassung

Die Steuereinnahmen steigen seit 2007 stärker als das BIP. Der Gegenwert bleibt aufgrund fehlender Bilanzen oft unklar. Dort wo Transparenz herrscht, zeigt sich, dass wir bilanziell überschuldet sind.

Abstract

Tax revenues have been rising faster than GDP since 2007. The equivalent value often remains unclear due to a lack of balance sheets. Where there is transparency, it becomes clear that we are over-indebted.



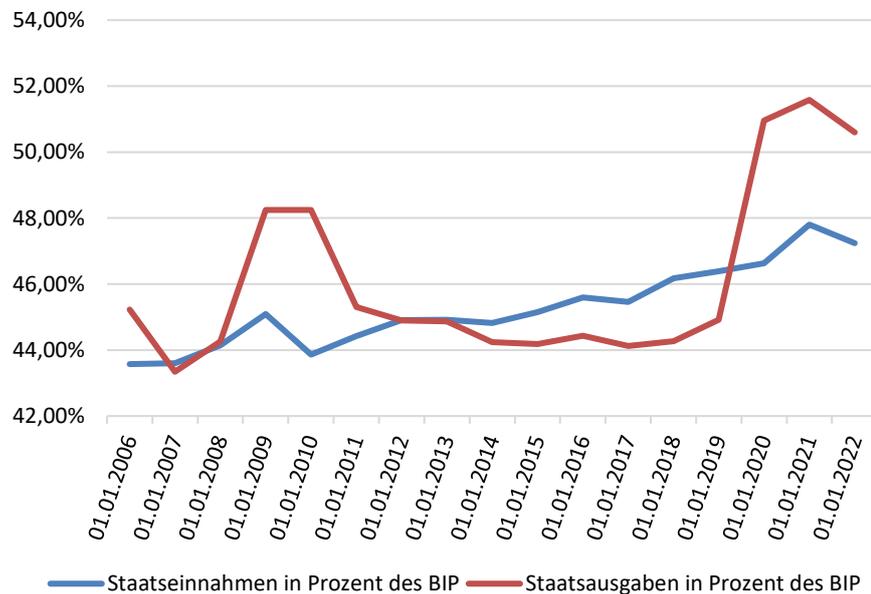
Die Steuereinnahmen des Staates steigen seit 2007 stärker als das BIP. Was wir als Bürger dafür bekommen, bleibt in vielen Bundesländern und vor allem auch auf Bundesebene aufgrund fehlender Bilanzen unklar. Dort wo Transparenz herrscht, zeigt sich, dass wir bilanziell überschuldet sind.

Die Steuereinnahmen steigen – die Gegenleistungen bleiben vage

Seit der Finanzkrise 2007/08 steigen die Steuereinnahmen und Ausgaben des deutschen Staates schneller als das Bruttoinlandsprodukt (BIP). Darüber hinaus hat der Staat seine Verschuldung während der Corona-Pandemie stark erhöht. Was aber erhalten die Bürger vom Staat dafür als Gegenleistung? Betrachtet man die Bereitstellung öffentlicher Güter wie Infrastruktur, Bildung und Sicherheit, so drängt sich in der öffentlichen Wahrnehmung das Gefühl auf, dass Quantität und Qualität sinken. Die deutsche Bahn ist unpünktlich, das Schienennetz marode. Nur 11 % aller Schulen in Deutschland verfügen über gigabitfähiges Internet¹ und es herrscht Lehrermangel.² Der schlechte Zustand der Bundeswehr war leider erst kürzlich Gegenstand der öffentlichen Diskussion.

Abbildung 1: Staatseinnahmen und Ausgaben in Prozent des BIP

Seit 2007 stiegen die Staatseinnahmen und Ausgaben im Verhältnis zum BIP.



Quelle: Macrobond und Flossbach von Storch Research Institute

¹ <https://www.berliner-zeitung.de/news/breitbandausbau-mehrheit-der-schulen-ohne-schnelles-internet-li.185085>

² <https://www.tagesschau.de/inland/lehrermangel-schulen-101.html>



Auf der anderen Seite überschüttet der Staat die Gesellschaft seit Beginn der Corona-Krise mit Hilfspaketen. Es drängt sich der Eindruck auf, dass Steuereinnahmen und Neuverschuldung vor allem dazu verwendet werden, einen Versicherungsstaat aufzubauen, in dem sämtliche Lebensrisiken aller Bürger vollständig abgedeckt werden. Dabei bleiben öffentliche Investitionen auf der Strecke, der Kapitalstock schrumpft und die Leistungsfähigkeit des Staates schwindet.

Die Kameralistik – in Deutschland geht es auch ohne Bilanz

Mangelnde Transparenz über das Vermögen des Staates verdeckt den Kapitalschwund. In Deutschland ist das sogenannte kameralistische Rechnungswesen auf Länder und Bundesebene nach wie vor dominierend. In der Kameralistik werden jährlich schlicht die Einnahmen und Ausgaben eines Wirtschaftsjahres gegenübergestellt. Da sie keine Geldausgabe nach sich ziehen, bleiben Abschreibungen auf Realvermögen, wie z.B. die jährliche Wertminderung einer Autobahn durch Abnutzung, unberücksichtigt.

Die Kameralistik ist somit nicht geeignet, das Vermögen des Staates zu erfassen. Allerdings haben die Bundesländer Hamburg und Hessen begonnen, diesen Missstand zu beheben, indem sie seit 2006 bzw. 2009 Abrechnungen nach den Regeln der doppelten Buchführung (Doppik) erstellen. Bremen und Baden-Württemberg sind dem Beispiel zwischenzeitlich gefolgt. In den übrigen Bundesländern und auf Bundesebene steht dies aus.

Die doppelte Buchführung – eine transparente Übersicht über Vermögen und Schulden

Aus der Erfassung von Ausgaben und Einnahmen in den Konten der doppelten Buchführung kann der Staat wie jedes größere Unternehmen eine Bilanz erstellen. Einnahmen entstehen hauptsächlich durch Steuern, Sozialabgaben und Gebühren für staatliche Leistungen. Ausgaben beinhalten Aufwendungen für Güterkäufe, Personal, Transfers und Neuinvestitionen. Die Neuinvestitionen abzüglich der Abschreibungen auf den vorhandenen Kapitalstock führen zu Veränderungen des Anlagevermögens des Staates auf der Aktivseite der Bilanz. Demgegenüber führt der Saldo aus Einnahmen und Ausgaben sowie Rückstellungen für künftige Verpflichtungen zu Veränderungen der Verbindlichkeiten und des Nettovermögens auf der Passivseite der Bilanz.

Abbildung 2 gibt eine schematische Darstellung einer Staatsbilanz. Auf der Aktivseite finden sich die Vermögenswerte wie Infrastruktur, Immobilien und etwaige Kapitalanlagen. Auf der Passivseite stehen die Verpflichtungen wie Finanzschulden sowie Verbindlichkeiten und Rückstellungen für

Die kameralistische Einnahmen und Ausgabenrechnung gibt keine Auskunft über den Stand des Vermögens.

Die doppelte Buchführung gibt Aufschluss über Vermögen und Schulden.



Rentenansprüche von Beamten und Pensionären. Aus der Differenz zwischen den Vermögenswerten und Verpflichtungen ergibt sich das Nettovermögen.

Abbildung 2: Vereinfachte schematische Darstellung der Bilanz eines Bundeslands

Aktiva	Passiva
Sachanlagen	Nettovermögen
Finanzanlagen	Rückstellungen für Pensionen
	Verbindlichkeiten

Quelle: Eigene Darstellung und Flossbach von Storch Research Institute

Übersteigt während eines Jahres der Ertrag den Aufwand (einschließlich Abschreibungen), so entsteht „Gewinn“ bzw. das Nettovermögen wächst. Gibt man dauerhaft mehr aus, als man einnimmt verringert sich das Nettovermögen. Irgendwann ist es aufgezehrt und es entsteht ein Fehlbetrag in der Bilanz. In diesem Fall spricht man von Überschuldung, die bei privaten Unternehmen in die Insolvenz führen kann.

Hamburg und Hessen machen sich ehrlich und zeigen mit der Doppik ihren Werteverzehr

Wir werden im Folgenden einen Blick in die Bilanzen der Bundesländer Hamburg und Hessen werfen und den fortschreitenden Verzehr des Kapitalstocks offenlegen. Nichtsdestotrotz gebührt diesen beiden Bundesländern zunächst Lob dafür, dass sie sich mit einer doppelten Buchführung ehrlich gemacht und Transparenz für ihre Bürger geschaffen haben. Allein durch die Existenz einer doppelten Buchführung heben sie sich zusammen mit Bremen und Baden-Württemberg positiv vom Rest der Bundesländer und dem Bund ab. Von einer kritischen Analyse befreit es uns nicht.

Die Eröffnungsbilanz der Stadt Hamburg aus dem Jahr 2006 zeigte ein erfreuliches Bild. Die Aktiva betragen 50 Milliarden und die Verpflichtungen 46 Milliarden. Das Nettovermögen betrug dementsprechend vier Milliarden. In den nächsten 15 Jahren wurde es jedoch vollständig aufgezehrt: Die Bilanzsumme stieg auf 102,0 Milliarden. Auf der Passivseite verdoppelte sich die Kreditsumme. Die Pensionsrückstellungen legten ebenfalls um mehr als 100 % zu. Das Vermögen stieg im gleichen Zeitraum aber nicht im gleichen Maß. Die Schulden überstiegen damit im Jahr 2021 das Vermögen um 31,2% und es lag negatives Nettovermögen von 24,3 Milliarden vor. Hamburg hat es nicht geschafft genügend Realkapital, z.B. durch Investitionen in Infrastruktur aufzubauen, oder Finanzanlagen zu schaffen, die mit den Verpflichtungen mitwachsen. Die Abbildungen 3 und 4 zeigen vereinfachte Bilanzen der Hansestadt Hamburg von 2006 und 2021.



Abbildung 3: Vereinfachte Eröffnungsbilanz Hamburg 2006 in Milliarden Euro

Aktiva		Passiva	
Sachanlagen	32,6	Nettovermögen	4,0
Finanzanlagen	10,3	Verbindlichkeiten	24,0
Sonstige Aktiva	7,1	Rückstellungen für Pensionen	18,2
		Sonstige Passiva	3,8
Bilanzsumme		50,0	

Quelle: Geschäftsberichte Hansestadt Hamburg und Flossbach von Storch Research Institute

In der Hansestadt Hamburg zeigt die Doppik, dass die Vermögensbildung nicht mit dem Anwachsen der Verpflichtungen Schritt gehalten hat. Die Folge ist ein Fehlbetrag in der Bilanz bzw. bilanzielle Überschuldung.

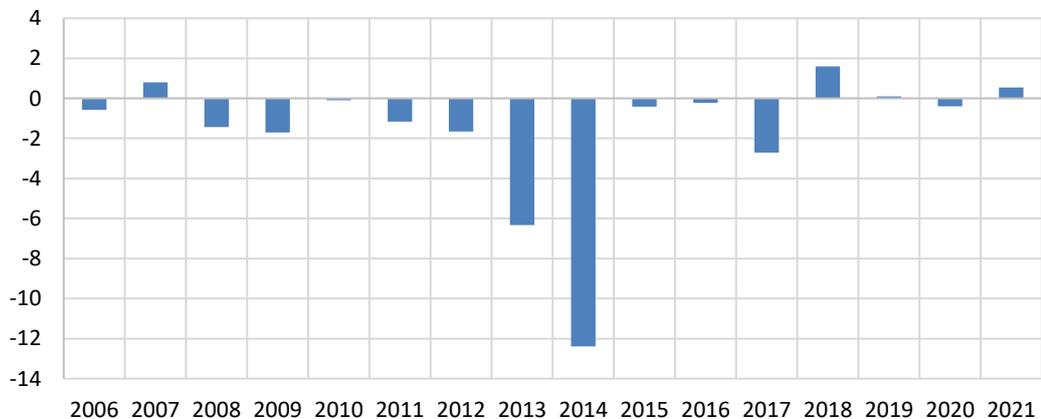
Abbildung 4: Vereinfachte Schlussbilanz Hamburg 2021 in Milliarden Euro

Aktiva		Passiva	
Sachanlagen	55,6		
Finanzanlagen	3,3	Verbindlichkeiten	51,6
Sonstige Aktiva	18,8	Rückstellungen für Pensionen	41,0
Fehlbetrag	24,3	Sonstige Passiva	9,4
Bilanzsumme		102,0	

Quelle: Geschäftsberichte Hansestadt Hamburg und Flossbach von Storch Research Institute

Abbildung 5 zeigt die Jahresüberschüsse bzw. Jahresfehlbeträge seit 2006, also die Gegenüberstellung von Erträgen und Aufwendungen. Im Unterschied zur Kameralistik werden auch Wertverluste bzw. Abschreibungen auf Sachanlagen sowie die Zuführungen zu den Pensionsrückstellungen berücksichtigt.

Abbildung 5: Jahresüberschüsse/-fehlbeträge Hansestadt Hamburg 2006-2021 in Milliarden Euro



Quelle: Geschäftsberichte Hansestadt Hamburg und Flossbach von Storch Research Institute



Selbst wenn man die die Rettung der HSH Nordbank in den Jahren 2013 und 2014 herausrechnen würde, fällt die Gesamtentwicklung negativ aus. Nur drei der 16 Geschäftsjahre schließen mit einem Überschuss. Es soll jedoch nicht unerwähnt bleiben, dass die damals vorgenommene Bankenrettung zur Errichtung von mehr als 15 Elbphilharmonien gereicht hätte. Dem Kapitalstock hätten vergleichbare Investitionen in dieser Höhe sicher gutgetan.

Auch in Hessen sieht man das Abschmelzen des Kapitalstocks

Im Flächenland Hessen sieht die Situation leider noch schlechter aus. Hier existiert Stand 2021 ein negatives Nettovermögen von fast 129 Milliarden. Bei einer Bilanzsumme von knapp 180 Milliarden sind damit lediglich 28 Prozent der Verbindlichkeiten durch Vermögenswerte gedeckt.³ Im Jahr 2009 waren es immerhin noch 35 Prozent. Auch hier konnte die Aktivseite also nicht mit der Entwicklung der Schulden Schritt halten. In den folgenden vereinfachten Bilanzen der Jahre 2009 und 2021 wird der Verzehr des Kapitalstock deutlich.

Abbildung 6: Vereinfachte Eröffnungsbilanz Hessen 2009 in Milliarden Euro

Aktiva		Passiva	
Sachanlagen	18,6	Rückstellungen für Pensionen	38,4
Sondervermögen Versorgungsverpflichtungen	0,6	Verbindlichkeiten	41,8
Sonstige Aktiva	11,4	Sonstige Passiva	8,3
Fehlbetrag	57,9		
Bilanzsumme		88,5	

Quelle: Geschäftsberichte Land Hessen und Flossbach von Storch Research Institute

In Hessen hat sich der Fehlbetrag von 2009 bis 2021 mehr als verdoppelt. Sachanlagen konnten kaum an Wert zulegen.

Abbildung 7: Vereinfachte Schlussbilanz Hessen 2021 in Milliarden Euro

Aktiva		Passiva	
Sachanlagen	19,4	Rückstellungen für Pensionen	97,7
Sondervermögen Versorgungsverpflichtungen	4,7	Verbindlichkeiten	67,5
Sonstige Aktiva	26,8	Sonstige Passiva	14,6
Fehlbetrag	128,9		
Bilanzsumme		179,8	

Quelle: Geschäftsberichte Land Hessen und Flossbach von Storch Research Institute

³ https://finanzen.hessen.de/sites/finanzen.hessen.de/files/2022-08/geschaeftsbericht_des_landes_hessen_2021.pdf



Die Sachanlagen, als Herzstück des Anlagevermögens auf der Aktivseite haben seit der Finanzkrise nur unwesentlich an Wert gewonnen. Die Zunahme der sonstigen Aktiva basiert auf gestiegenen Steuerforderungen und erhöhten Barsicherheiten bei Banken, also keinen echten Investitionen. Auf der Passivseite hat sich der Bedarf für Pensionsrückstellungen mehr als verdoppelt. Die Verbindlichkeiten legten um mehr als 50 Prozent zu. Ausgeglichen wird dies durch eine massive Zunahme des negativen Nettovermögens. Vom Aufbau eines Kapitalstock aus Realkapital oder Finanzanlagen ist nichts zu sehen.

Ein genauerer Blick in die Bilanzen identifiziert im Zusammenhang mit den Rückstellungen für Pensionsverpflichtungen ein weiteres Problem. Pensionsrückstellungen bilden mit 97,7 Milliarden bzw. 54 Prozent der Bilanzsumme den Löwenanteil der Passivseite. Auf der Aktivseite steht dem direkt lediglich ein Sondervermögen von 4,7 Milliarden entgegen. Die Pensionsansprüche sind aktuell also zu gerade einmal 4,8 Prozent durch Kapitalanlagen gedeckt. Dies allein wäre noch nicht problematisch sofern auf der Aktivseite andere reale Vermögenswerte existieren würden. Wie wir bereits gesehen haben, ist dies jedoch nicht der Fall. Die Entwicklung der Bilanzen zwischen 2009 und 2021 erinnert daher stark an einen Eimer mit Loch. Man füllt oben mehr und mehr Wasser bzw. Steuern ein, ohne den unkontrollierten Abfluss der Mittel zu stoppen.

Sowohl der Stadtstaat Hamburg als auch das Flächenland Hessen stützen unsere Hypothese, dass wir unser Vermögen aufzehren bzw. schon aufgezehrt haben. Es sei der Vollständigkeit halber darauf hingewiesen, dass sich im Flächenland Hessen viele Straßen und Liegenschaften im Besitz der Kommunen befinden, was das Anlagevermögen grundsätzlich geringer ausfallen lässt als im Stadtstaat Hamburg. Den negativen Trend erklärt dies jedoch nicht.

Das Problem der „Nichtanrechenbarkeit“ – zukünftige Steuern sind tabu

Bemerkenswert sind zwei Bemerkungen aus der Vermögensrechnung des Landes Baden-Württemberg für das Jahr 2020. Dort wird angemerkt, dass das dort ebenfalls ermittelte negative Nettovermögen kein Problem darstellt, sondern zumindest in Teilen direkt aus den Bilanzierungsvorschriften des Handelsgesetzbuches (HGB) folgt:

„Das Land Baden-Württemberg erbringt zum Beispiel Leistungen in den Bereichen Bildung, Innere Sicherheit sowie Wissenschaft und Forschung. Diese Leistungen, die in erheblichem Maße Einfluss auf die Lebensqualität und



*Zukunftsfähigkeit eines Bundeslandes haben, stellen aber keine nach Regeln des Handelsgesetzbuches aktivierungsfähigen Vermögensgegenstände dar.*⁴

Mit den unscharfen Begriffen „Leistung“ und „Zukunftsfähigkeit“ überdeckt man wohlklingend den Kern des Problems. Investitionen z.B. in schnelles Internet in Schulen wie oben angemerkt sind sehr wohl als Vermögensgegenstände bilanzierbar. Die Stadt Hamburg präsentierte beispielsweise in ihrer Eröffnungsbilanz im Jahr 2006 ihr Polizeipräsidium und zwei Hubschrauber als Vermögen von zusammen gut 110 Millionen Euro. Weniger greifbare „Leistungen“ müssen konkretisiert werden, damit über eine etwaige Bilanzierung als immaterieller Vermögensgegenstand nachgedacht werden kann. Es scheint jedoch mehr als fraglich, ob der Wert der Aktiva des Landes Baden-Württemberg hierdurch mehr als verdreifacht werden kann. Dies wäre nötig, um das negative Nettovermögen des Landes zu kompensieren.

Das Land Baden-Württemberg führt die Bilanzierungsrichtlinien nach HGB und insbesondere die Nichtanrechenbarkeit zukünftiger Steuern als Gründe für den Fehlbetrag in seiner Vermögensrechnung an. Die Argumentation überzeugt nicht.

Im Weiteren wird insbesondere darauf abgestellt, dass das Land zwar zukünftige Verpflichtungen bilanzieren muss, zukünftige Steuern aber nicht in die Bilanz aufnehmen darf:

„Ebenso wenig können die zu erwartenden zukünftigen Steuereinnahmen des Landes als Vermögenswert bilanziert werden, während für künftige Verpflichtungen, zum Teil erhebliche Rückstellungen zu bilden sind.“⁵

Diese Einschätzung mutet noch bedenklicher an als das erste Zitat. Ein Teilaspekt des Vorsichtsprinzip von HGB besagt, dass zukünftige Verpflichtungen mit dem Gegenwartswert zu bilanzieren und zukünftige Erträge erst in dem Moment zu verbuchen sind, in dem sie realisiert werden. Tausende von Unternehmen in Deutschland hindert dieser Umstand nicht daran, positives Eigenkapital vorweisen zu können. Insbesondere auch Lebensversicherer, wie z.B. die Allianz Lebensversicherungs-AG, die keine zukünftigen Prämien bilanzieren dürfen, aber für zukünftige (Renten-)Verpflichtungen Rückstellungen zu bilden haben, weisen positives Eigenkapital aus.⁶ Überdies sind in der Bilanz der Allianz noch beträchtliche Bewertungsreserven vorhanden. Diese entstehen aus positiven Differenzen im Wertansatz von Vermögen nach Marktwert und unter HGB. Solche potenziellen Wertaufholungen, finden sich zwar auch in der Bilanz von Hamburg, sind dort aber der Höhe nach vernachlässigbar.⁷

⁴ <https://fm.baden-wuerttemberg.de/de/finanzen/haushalt/vermoegensrechnung/>

⁵ <https://fm.baden-wuerttemberg.de/de/finanzen/haushalt/vermoegensrechnung/>

⁶ <https://www.allianz.de/content/dam/onemarketing/azde/azd/unternehmenskommunikation/pdfs/unternehmen/zahlen-daten-fakten/geschaeftsberichte/uk-only-Allianz-Lebensversicherungs-AG-Geschaeftsbericht-2021.pdf>

⁷ <https://www.hamburg.de/content-blob/16453966/579610e0dd65f8bbf5a4438751881040/data/geschaeftsbericht-2021.pdf>



Aus dem impliziten Anspruch des Landes Baden-Württemberg, künftige Steuerausgaben bilanzieren zu dürfen, kristallisiert sich unsere Kernvermutung: Probleme werden in die Zukunft verschoben und künftigen Generationen zur Lösung überlassen. Oder zugespitzt: Die heutige Jugend wird es schon irgendwie richten (müssen) – vor den Steuern davonlaufen kann sie ja sowieso nur durch Auswanderung. Im Zuge der aktuellen Debatte um nachhaltiges Wirtschaften mutet dies zynisch an. Es bleibt unklar, warum ein Aufschrei der jungen Generation (oder ihrer Eltern) bisher ausgeblieben ist.

Der Kanton Bern zeigt, wie es geht – Haushaltsdisziplin unabhängig vom Bilanzierungsstandard

Ein Blick in die Schweiz zeigt, wie doppelte Buchführung und verantwortungsvolles Wirtschaften des Staates Hand in Hand gehen können. Wir veranschaulichen dies an den Finanzen des Kanton Bern, dem gemessen an der Zahl der Einwohner zweitgrößtem Kanton der Schweiz hinter Zürich.

Abbildung 8: Vereinfachte Eröffnungsbilanz Kanton Bern 1999 in Milliarden Franken

Aktiva		Passiva	
Verwaltungsvermögen	3,5	Verbindlichkeiten	9,7
Finanzvermögen	2,6	Sonstige Passiva	0,6
Fehlbetrag	4,2		
Bilanzsumme			10,3

Quelle: Geschäftsberichte Kanton Bern und Flossbach von Storch Research Institute

Abbildung 9: Vereinfachte Schlussbilanz Kanton Bern 2021 in Milliarden Franken

Aktiva		Passiva	
Verwaltungsvermögen	7,0	Nettovermögen	0,6
Finanzvermögen	5,7	Verbindlichkeiten	11,5
		Rückstellungen für Pensionen	0,6
Bilanzsumme			12,7

Quelle: Geschäftsberichte Kanton Bern und Flossbach von Storch Research Institute

Der Kanton Bern zeigt, wie doppelte Buchführung und verantwortungsvolles Wirtschaften Hand in Hand gehen können. Der Fehlbetrag aus dem Jahr 1999 ist mittlerweile in ein Nettovermögen verwandelt worden.

Bereinigt um regulatorische Einmaleffekte erkennt man in den Gewinn und Verlustrechnungen seit 1999 große Haushaltsdisziplin. Im Schnitt weisen die Erfolgsrechnungen über die Jahre Überschüsse auf. Der Jahresfehlbetrag konnte kontinuierlich reduziert werden. Aus 4,2 Milliarden Franken Bilanzfehlbetrag (bei 10,3 Milliarden Bilanzsumme) im Jahr 1999 wurde ein Nettovermögen von 0,6 Milliarden im Jahr 2021 (bei 12,7 Milliarden Bilanzsumme).



Aus einem Verhältnis von Fehlbetrag zu Bilanzsumme von 40,7 % wurde eine Nettovermögensquote von 4,7 %. Das Verwaltungsvermögen, welches insbesondere Sachanlagen umfasst, verzeichnete einen Wertzuwachs von 3,5 Milliarden auf 7 Milliarden. Die Pensionsverpflichtungen belaufen sich 2021 auf 26,6 Milliarden, sind aber zu über 97% gedeckt, weswegen sie im Saldo bilanziert keine größere Belastung darstellen.⁸ Man kann von einem gesunden und schlanken Staat sprechen, der stetig Investitionen tätigt.

Es wird höchste Zeit auch im Bund Transparenz herzustellen

Die obigen Zahlen zeigen eindrucksvoll wie bitter nötig die Einführung der doppelten Buchführung auf Bundesebene wäre. Nur so entsteht ein belastbares Zahlenwerk um die von der Politik vielfach beschworenen „Zukunftsinvestitionen“, sofern überhaupt vorhanden, messbar zu machen. Beachtet man, dass die Einführung der Doppik in Hamburg drei Jahre gedauert hat, sollte das Projekt für den Bund und andere Bundesländer keinen weiteren Aufschub erfahren. Andererseits könnte durch die Doppik aber sichtbar werden, dass der deutsche Staat bilanziell pleite ist.

Über die Zeit betrachtet führt eine steigende bilanzielle Überschuldung des Staates, wie sie für Hamburg, Bremen, Baden-Württemberg und Hessen zu sehen und auf Bundesebene wahrscheinlich ist, zum Verzehr des Volksvermögens. Deutschland droht das Schicksal der Familie Buddenbrook in Thomas Manns gleichnamigen Roman. Die Nachkriegsgeneration hat ein zerstörtes Land wieder aufgebaut und ihrer nachfolgenden Generation erhebliches Vermögen hinterlassen. Diese Generation ist nun dabei, das Erbe wieder aufzuzehren. Ihre Kinder und Enkel laufen Gefahr, einen mittellosen Staat zu erben.

⁸ <https://www.fin.be.ch/de/start/themen/Finanzen/Geschaeftsbericht.html> und https://blvk.ch/wp-content/uploads/2022/11/BLVK_Geschaeftsbericht_2021_A4_de.pdf



RECHTLICHE HINWEISE

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

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

© 2022 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Dr. Sven Ebert; *Redaktionsschluss* 16. November 2022