

# Holzgewerbe

## Konjunkturprogramme und Innovationen stützen in stürmischen Zeiten

- ▶ Die Unternehmen des Holzgewerbes sehen sich ausgangs der Krise zahlreichen Herausforderungen gegenüber. Insgesamt gehen wir davon aus, dass die Produktion im Holzgewerbe 2009 um rund 12 % eingebrochen ist. Die schwache Baukonjunktur und die verhaltene Konsumneigung der privaten Haushalte dürften den Absatz von Holzprodukten auch im laufenden Jahr beeinträchtigen. Unterstützend wirken partiell die staatlichen Konjunkturprogramme. Erst ab 2011 gehen wir von einer freundlicheren Entwicklung aus und erwarten erstmals wieder ein moderates Wachstum von etwa 2 %.
- ▶ Um den schwierigen Markt- und Wettbewerbsbedingungen erfolgreich zu begegnen, sind aus Sicht der Unternehmen insbesondere flexible Produktionsstrukturen und das Angebot innovativer Produkte vonnöten. Auf dem Inlandsmarkt wie auch im Export eröffnen sich in einigen Produktfeldern durchaus noch gute Wachstumsmöglichkeiten. So nimmt die Nachfrage nach kombinierten Holz-Kunststoff-Werkstoffen deutlich zu, ebenso der Bedarf im Rahmen öffentlich geförderter Verwendungen. Zuwächse verzeichnen darüber hinaus Säge-Nebenprodukte, die zur Wärmegewinnung eingesetzt werden. Dagegen dürfte die Laminatproduktion in Europa ihren Zenit erreicht haben. 2008 zeigte sich erstmals eine rückläufige Entwicklung. Dieser Rückgang ist nicht nur der globalen Immobilienkrise geschuldet, sondern hat auch strukturelle Gründe.
- ▶ Die weltweite Wirtschaftskrise und das damit einhergehende Wegbrechen der Absatzmärkte schlugen sich bereits 2008 in einem deutlichen Anstieg der Insolvenzen vor allem kleinerer Firmen nieder. Diese Entwicklung hat sich 2009 fortgesetzt. Die relative Besserstellung großer Unternehmen dürfte dabei auch im letzten Jahr Bestand gehabt haben. Aufgrund der verhaltenen Ertragsaussichten und der mangelnden Finanzkraft – auch nachgelagerter Bereiche – sind indes die Übernahmeaktivitäten im Holzgewerbe fast gänzlich zum Erliegen gekommen. Unabhängig davon ist der Trend zu größeren Unternehmenseinheiten ungebrochen. Der Konsolidierungsprozess in der Branche schreitet voran.

**Autor:**

Michael Otto

Telefon: +49 211 8221-3614

Michael.Otto@ikb.de

Volkswirtschaft und Research  
IKB Deutsche Industriebank AG  
Wilhelm-Böttsches-Straße 1  
40474 Düsseldorf  
www.ikb.de

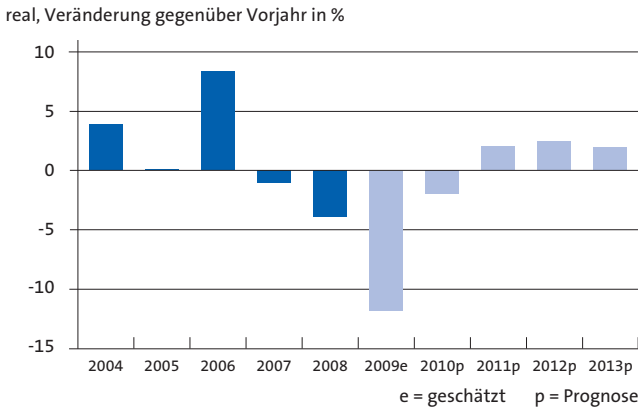
**Redaktion/grafische Umsetzung:**

Kommunikation

Petra.Heidrich@ikb.de

Nenad.Nemarnik@ikb.de

**Umsatzentwicklung im deutschen Holzgewerbe**



Quellen: FERl; IKB-Prognose

**Verhaltene Produktionsprognose**

Die Wirtschafts- und Finanzkrise führte auch im Holzgewerbe zu einem starken Nachfragerückgang. Hinzu kam das in fast allen Segmenten der Branche deutlich reduzierte Preisniveau. So waren im vierten Quartal 2008 und besonders im ersten Halbjahr 2009 markante Umsatzrückgänge zu verzeichnen. Durch den überproportionalen Einbruch des Exportgeschäfts reduzierte sich der Auslandsumsatz stärker als der heimische Erlös. Im ersten Halbjahr 2009 konnten lediglich die Hersteller von Verpackungsmaterial aus Holz noch Zuwächse verbuchen. Insgesamt gehen wir davon aus, dass sich die Produktion im Holzgewerbe im vergangenen Jahr um rund 12 % abgeschwächt hat.

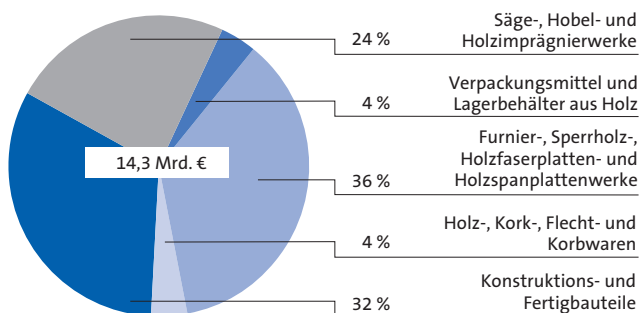
Die schwache Baukonjunktur und die verhaltene Konsumneigung der privaten Haushalte dürften den Absatz von Holzprodukten auch im laufenden Jahr beeinträchtigen. Für partielle Nachfrageimpulse sorgen immerhin die staatlichen Konjunkturprogramme. Gleichwohl ist 2010 erneut mit einem realen Umsatzrückgang zu rechnen. Im Zuge der Stabilisierung am Arbeitsmarkt gehen wir ab 2011 von einer freundlicheren Entwicklung aus und erwarten erstmals wieder ein moderates Wachstum von etwa 2 %.

**Schwache Auslandsmärkte**

Weniger als andere Branchen profitiert das Holzgewerbe von wachsenden Auslandsmärkten. Denn der Exportanteil von Holzprodukten ist im gesamtwirtschaftlichen Vergleich aufgrund der in Relation zum Warenwert hohen Transportkosten mit rund 30 % gering (s. das Schaubild auf S. 3 oben). Da in den bisherigen Zielmärkten auch von den hiesigen Herstellern in großem Umfang Verarbeitungskapazitäten aufgebaut werden, dürfte sich die Exportquote auf Sicht tendenziell sogar reduzieren. Nicht zuletzt die Bestrebungen Russlands, im kommenden Jahr Ausfuhrzölle auf Stammholz

**Umsatz im Holzgewerbe**

Angaben für 2008; Unternehmen ab 50 Beschäftigte



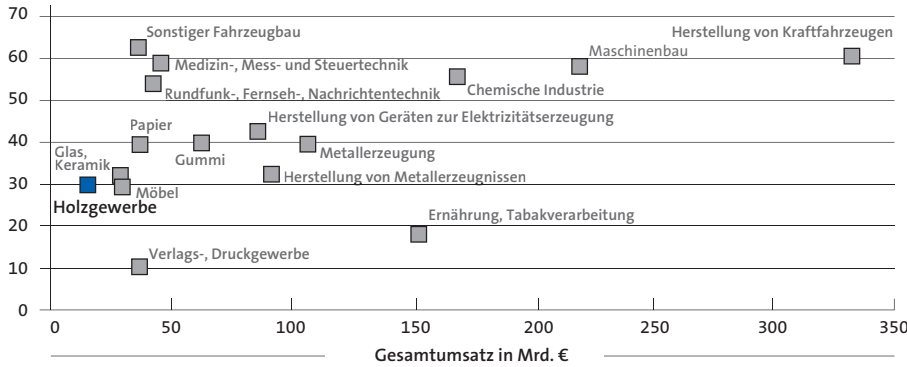
Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Branche Holzgewerbe umfasst sowohl die Rohstoffgewinnung als auch die Weiterverarbeitung. Eingeschlossen sind auch Endverbraucherprodukte (z. B. Laminat), nicht jedoch Möbel. Die Herstellung von Konstruktions- und Fertigbauteilen sowie die Plattenfertigung stellen die bedeutendsten Teilsektoren dar.

Die Holzprodukte sind zu fast 90 % von der Baukonjunktur (einschließlich Renovierung) abhängig. Das Holzgewerbe ist mit seinen Branchen Sägewerke, Plattenwerke und Bauteile Zulieferer für das Baugewerbe und die Möbelindustrie. Die umsatzschwachen Segmente Verpackungsmittel und Holzwaren haben einen sehr breiten Abnehmerkreis in der Industrie und bei privaten Konsumenten.

### Bedeutung des Exports

Exportquote<sup>1</sup> in %, Angaben für 2009



<sup>1</sup>Anteil Auslandsumsatz am Gesamtumsatz

Quelle: Statistisches Bundesamt



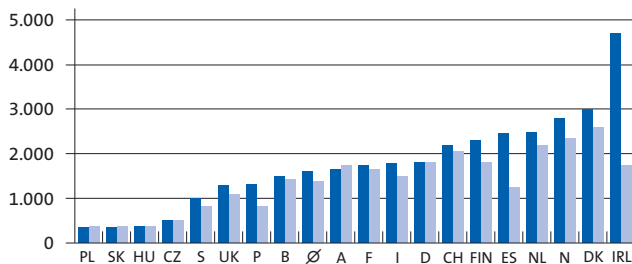
zu erheben, die in etwa dem derzeitigen Warenwert entsprechen, sollen dort die Ansiedlung von Weiterverarbeitungsbetrieben beschleunigen. Auch der rasante Aufbau von Kapazitäten in Osteuropa, der Türkei, Asien (China) und Nordamerika setzt den Ausfuhr deutscher Produkte Grenzen. Unabhängig davon werden sich allerdings zukünftig für innovative deutsche Produkte immer wieder Absatzchancen im Ausland eröffnen.

### Abnehmerbranchen in der Krise

Bei den Sägewerken und Plattenherstellern hat sich die globale Absatzdynamik insbesondere vor dem Hintergrund der flauen Baukonjunktur merklich abgeschwächt. Den Unternehmen ist nicht nur in den USA, sondern mittlerweile auch in Europa der Absatz weggebrochen.

### Wohnungsbauausgaben

Euro je Einwohner; in Preisen von 2008



Jahresdurchschnitt: ■ 2006-2008 ■ 2009-2011

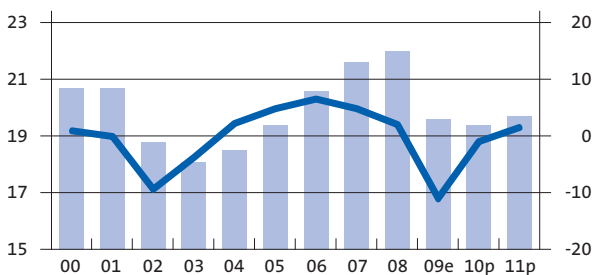
Quellen: Euroconstruct; IKB



Märkte wie Spanien, Großbritannien und seit Kurzem Italien geben merklich nach. Hier wie auch in anderen Ländern liegen die aktuellen und prognostizierten Pro-Kopf-Ausgaben im Wohnungsbau inzwischen sehr deutlich unter dem Durchschnitt der Jahre 2006 bis 2008. Dabei sind die negativen Auswirkungen noch nicht berücksichtigt, die sich für die Baukonjunktur einiger EU-Länder aus deren prekärer Haushaltslage und den daraus resultierenden Konsolidierungsmaßnahmen ergeben können.

### Deutsche Möbelproduktion

Mrd. € %



■ Möbelproduktion (linke Skala) e = geschätzt p = Prognose  
 — Veränderung zum Vorjahr (rechte Skala)

Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Prognose



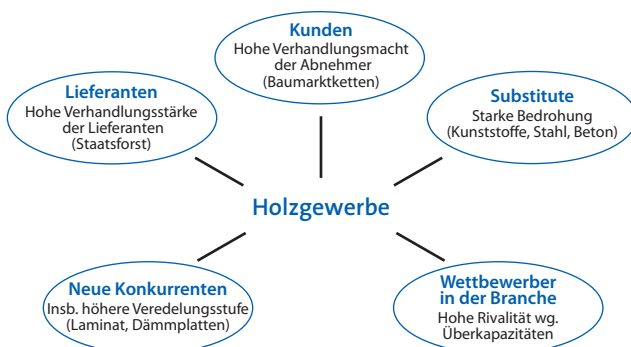
Neben der Bauindustrie stellt auch die eng mit dieser korrelierte Möbelindustrie eine wichtige Abnehmerbranche für die Unternehmen des Holzgewerbes dar. Die im Vorjahresvergleich rückläufigen Baugenehmigungen, der wachsende Anteil asiatischer Produkte und die nachlassende Konsumbereitschaft der hiesigen Verbraucher lassen jedoch auch in diesem Segment derzeit kein Wachstum erwarten. Die Produktion dürfte im laufenden Jahr nochmals zurückgehen. Erst ab 2011 sollte sich dieser Sektor stabilisieren und damit neue Impulse auch für die Holzindustrie liefern.

## Unternehmen des Holzgewerbes in arger Bedrängnis

Die Nachfrageflaute in den wichtigen Abnehmerbereichen trifft das Holzgewerbe zu einem denkbar ungünstigen Zeitpunkt: Die Säger und Holzwerkstoffhersteller haben ihre Kapazitäten in Europa erst in den vergangenen Jahren um mehrere Millionen Kubikmeter Schnittholz und Platten ausgebaut. Die Folge des Angebotsüberhangs: Der Großteil der Betriebe dürfte im letzten Jahr rote Zahlen erwirtschaftet haben. Zwar befindet sich die Holzbranche auf lange Sicht im Aufwärtstrend, denn Holz gewinnt als Baustoff nicht zuletzt durch öffentliche Förderung gegenüber Beton und Stahl an Boden. Jedoch steckt die Industrie derzeit in einer Krise. Obwohl der Holzeinschnitt zuletzt drastisch gedrosselt wurde, blieben die Produktionskürzungen in der Weiterverarbeitung hinter dem Absatzrückgang zurück.

Wegen des ab Mitte 2008 starken Preisverfalls bei Rundholz – aufgrund der schwachen Nachfrage – haben vor allem die staatlichen Forstbetriebe ihren Einschlag zurückgenommen und zuletzt für eine spürbaren Erholung der Rundholzpreise gesorgt. Die massiven Überkapazitäten bei den weiterverarbeitenden Betrieben lassen jedoch eine gänzliche Überwälzung der nunmehr erhöhten Estandskosten nicht zu. Da die Lager bereits im vergangenen Jahr stark abgebaut wurden, dürfte sich somit bei vielen Unternehmen die Ertragserosion weiter verschärfen. Nicht zuletzt durch das negative Resultat der Umkehrung des Größendegressionseffekts sollte sich die im laufenden Jahr erkennbare Tendenz verstärken, dass große Firmen signifikanten Problemen gegenüberstehen. Während die Betriebe auf den schleppenden Absatz mit Produktionsstillständen reagieren, drücken jedoch in erster Linie die immensen Abschreibungen auf die umfangreichen Erweiterungsinvestitionen die Jahresabschlüsse in defizitäres Terrain.

### Kräftezehrendes Umfeld



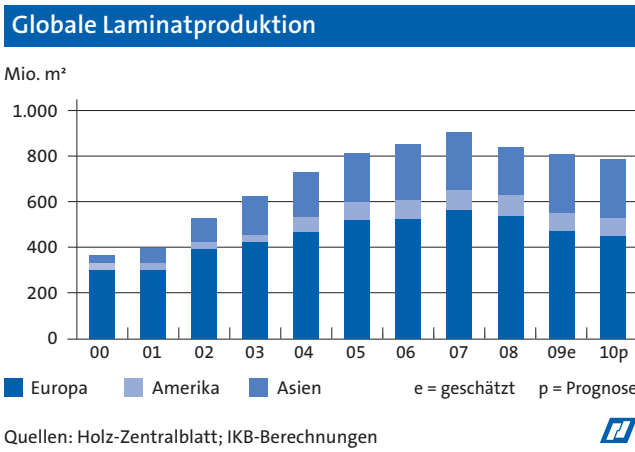
Quelle: IKB



Die Gesellschaften der Branche sehen sich mithin großen Herausforderungen gegenüber, zumal sie sich ohnehin in einem schwierigen Umfeld bewegen. Um angesichts der gegebenen Markt- und Wettbewerbsbedingungen erfolgreich zu sein, sind insbesondere flexible Produktionsstrukturen und das Angebot innovativer Produkte vonnöten. Absatzpotenziale gibt es durchaus. Dabei kommt der Branche auch zugute, dass staatlicherseits eine stärkere Verwendung von Holz protegiert wird. Die „Charta für Holz“, die binnen zehn Jahren eine Steigerung des Holzverbrauchs pro Kopf um 20 % auf 1,3 m<sup>3</sup> vorsieht, wurde ins Programm der neuen Bundesregierung übernommen und soll in den kommenden Jahren weiterentwickelt werden.

Ein starkes Wachstum verzeichnen zum Beispiel trotz der flauen Baukonjunktur WPC-Produkte. Das in etwa hälftige Gemisch aus Holzmehl und Kunststoff zeichnet sich durch eine hohe Anwendungsvielfalt und deutlich verbesserte Witterungsbeständigkeit aus. Rasch wachsend ist der Anteil von Säge-Nebenprodukten (SNP), die zur Wärmegewinnung (Biomassenkraftwerke, Pelletanlagen) bestimmt sind. Im vergangenen Jahr erhöhte sich die Pelletproduktion in Deutschland um 100.000 t auf 1,6 Mio. t. Der Verbrauch der um 20.000 auf 125.000 gestiegenen Anlagen wuchs um 200.000 t. Vor allem wegen der prognostizierten Zunahme großer Pelletheizungen in Unternehmen und Kommunen ist im laufenden Jahr eine Verbrauchsausweitung auf 1,3 Mio. t zu erwarten. Hierzulande produzieren derzeit 70 Unternehmen Pellets. Etwa 300 Firmen stellen Holzpresslinge her. Auch zur Stromerzeugung mittels Verfeuerung von SNP werden Fördermittel aus dem Erneuerbare Energien-Gesetz mit einer Laufzeit von 20 Jahren bereitgestellt. Demgegenüber beklagt die Fenster- und Fassadenbranche die Halbierung der Zuschüsse aus den Programmen für energieeffizientes Bauen.

Der bedeutendste Bereich im Holzgewerbe ist nach wie vor die Plattenproduktion. Während Spanplatten vor allem in der Bau- und Möbelindustrie zur Anwendung kommen, werden dichte Faserplatten (MDF, HDF) vorwiegend zur Laminatproduktion verwendet. Die europäische Laminatproduktion hat unseres Erachtens 2007 mit ca.



575 Mio. m² ihren Zenit erreicht. 2008 zeigte sich erstmals eine rückläufige Entwicklung auf 535 Mio. m². Damit blieb Europa mit einem Anteil von fast zwei Dritteln an der Weltproduktion zwar noch wichtigste Herstellerregion, die Bedeutung ist aber spürbar zurückgegangen (zum Vergleich: Anteil im Jahr 2000 gut 80 %). Auf Deutschland als wichtigstem Herstellerland – gefolgt von China – entfällt ein Anteil von 30 % (2000: 38 %). Dieser Rückgang ist nicht nur der globalen Immobilienkrise geschuldet, sondern hat auch strukturelle Gründe. Insbesondere der Aufbau großer Kapazitäten in den bisherigen Abnehmermärkten wie Nordamerika, Osteuropa und Asien verringert die Absatzchancen hiesiger Produzenten. Mittlerweile werden weltweit von über 130 Produzenten in 25 Ländern Laminatböden hergestellt. Die entstandenen Überkapazitäten sorgen auch hierzulande für

massiven Preisdruck. Wenngleich noch keine abschließenden Zahlen vorliegen, rechnen wir in diesem Segment für 2009 mit einem Absatzrückgang von etwa 12 %. Das laufende und kommende Jahr sollte aufgrund der schwachen Baukonjunktur ebenfalls durch Umsatzeinbußen gekennzeichnet sein. Eine ähnliche Entwicklung erwarten wir auch für den Parkettabsatz, der 2009 um 15 % hinter dem Vorjahresvolumen zurückblieb.

## Branchenspezifische Chancen/Risiko-Profile

Für die einzelnen Sparten des Holzgewerbes ergeben sich mit Blick auf die kommenden Jahre spezifische Chancen/Risiko-Profile, die in der nachfolgenden Übersicht kurz skizziert werden.

Branche
<b>Säge-, Hobel- und Holzimprägnierwerke</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Konsolidierung schreitet voran</li> <li>- große internationale Anbieter mit Absatzproblemen</li> <li>- abrupt nachlassende Branchenkonjunktur mit erheblichen Risiken in der Zukunft: Wettbewerbsintensivierung infolge des starken Kapazitätsaufbaus (Osteuropa, Russland)</li> <li>- mögliche Risiken bei der künftigen Rohstoffversorgung</li> </ul>
<b>Furnier-, Sperrholz, Holzfaserverleim- und Holzspanplattenwerke</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- MDF- und OSB-Platten aufgrund höherer Anwendungsvielfalt mit relativem Vorteil gegenüber Spanplatten</li> <li>- Konsolidierung im Plattensegment</li> <li>- große integrierte Unternehmen setzen sich durch</li> <li>- starker Kapazitätsaufbau in Osteuropa und Asien</li> </ul>
<b>Konstruktionsteile, Fertigbauteile, Ausbauelemente</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- extrem heterogene Branche</li> <li>- wachstumsschwache Segmente: Konstruktionsteile, Innenausbau (z. B. Türen), Fertigbauteile (fortschreitende Konsolidierung)</li> </ul>
<b>Verpackungsmittel und Lagerbehälter aus Holz</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- stark mittelständisch strukturiertes Segment</li> <li>- aktuell stark rückläufige Nachfragedynamik</li> </ul>
<b>Holzwaren</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- fehlendes Wachstumspotenzial</li> <li>- starker Preiswettbewerb</li> <li>- hohe Substitutionskonkurrenz</li> </ul>

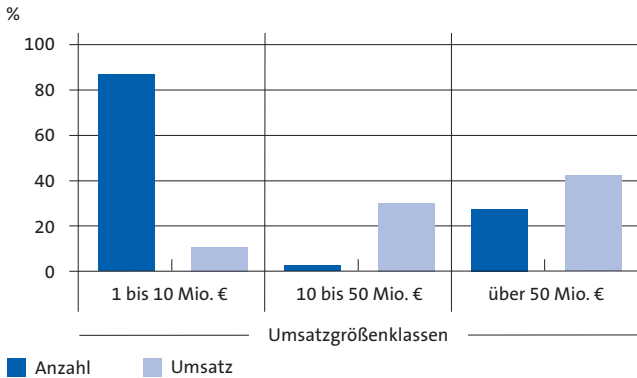
## Unternehmensgrößenstrukturen im Wandel

Wenngleich im Holzgewerbe noch immer eine breite und differenzierte Struktur vorherrscht, nimmt die Zahl der Betriebe und Beschäftigten trotz steigender Kapazitäten kontinuierlich ab. Insbesondere in der Sägeindustrie dürfte die Strukturveränderung mit dem Trend zu größeren Einheiten andauern. So entfallen auf die Betriebe mit mehr als 100.000 fm Einschnitt bereits 72 % des Gesamteinschnitts; 2000 lag deren Anteil noch bei 52 %.

Insgesamt dominieren kleine Unternehmen das Holzgewerbe deutlich. 86 % der ca. 2.800 Unternehmen mit mehr als 1 Mio. € Jahresumsatz erwirtschaften einen Umsatz von weniger als 10 Mio. € (s. das obere Schaubild auf S. 7). Gleichzeitig sind allerdings Untergruppen teilweise von einer erheblichen Konzentration geprägt. In der Holzplattenbranche weist annähernd die Hälfte der Unternehmen (rd. 45 %) Erlöse von über 10 Mio. € auf. Auf sie entfallen mehr als 90 % des in diesem Segment erzielten

### Unternehmensgrößenstruktur im Holzgewerbe

Anteile an Gesamtzahl bzw. Gesamtumsatz; Angaben für 2008



Quelle: Statistisches Bundesamt

Umsatzes. Es handelt es sich vor allem um die anlagenintensiven Plattenwerke.

Im Zeitablauf ist in der Branche generell eine Tendenz zu größeren Unternehmenseinheiten zu beobachten. So reduzierte sich der Umsatzanteil der Unternehmen mit weniger als 10 Mio. € seit 2000 von 37 % auf etwa 30 %.

Die Gruppe der großen deutschen Unternehmen des Holzgewerbes rekrutiert sich überwiegend aus Sägewerksbetreibern und Plattenherstellern (s. die folgende Tabelle). Es handelt sich hier zum Teil um vollintegrierte Holzwerke mit umfänglicher Wertschöpfungstiefe.

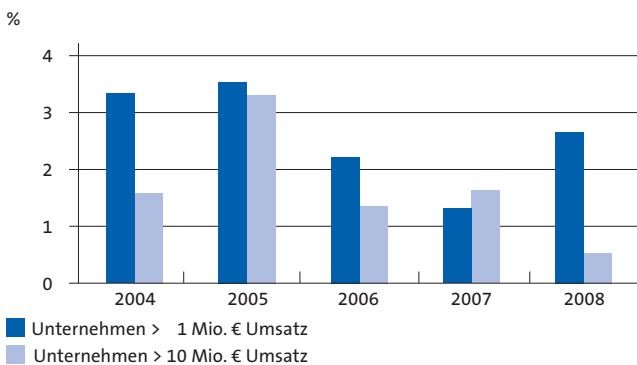
Unternehmen	Umsatz 2008 in Mio. €	Produktpalette
Pfleiderer Konzern	1.736	Holzwerkstoffe, Oberflächenveredlung, Laminat
Kronospan Deutschland	727	Span-, MDF-Platten, Laminat
Klenk Oberrot Konzern	526 (2007)	Sägewerk, Weiterverarbeitung
Klausner Holding Deutschland Konzern	513	Sägewerk
Kronoply GmbH (Konzern)	419	MDF-, OSB-Platten, Laminat
Rettenmeier Konzern	311	Sägewerk, Weiterverarbeitung
Classen Gruppe	323	Bauelemente aus Holz (Laminat)

Quellen: Unternehmensangaben

### Steigende Insolvenzquoten: Kleinere Unternehmen stärker gefährdet

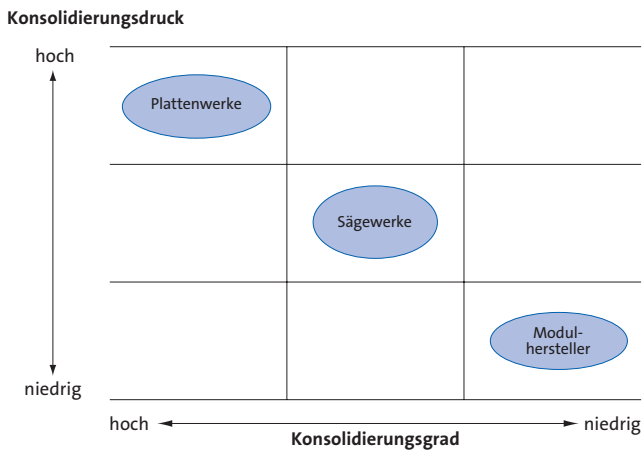
Die Insolvenzquote des gesamten Sektors entwickelte sich aufgrund der erfreulichen Konjunktur von 2005 bis 2007 positiv. Die globale Wirtschaftskrise und das damit einhergehende Wegbrechen der Märkte schlug sich dann allerdings 2008 in einem deutlichen Anstieg der Insolvenzen nieder, der sich 2009 fortgesetzt hat. Betroffen waren vor allem kleinere Firmen. Die relative Besserstellung großer Unternehmen dürfte auch im letzten Jahr Bestand gehabt haben. Diese Firmen wurden 2009 aufgrund administrativer Maßnahmen und der Verdrängung kleinerer Gesellschaften gestützt. Im laufenden und kommenden Jahr dürften jedoch umsatzstärkere Unternehmen ebenso in Mitleidenschaft gezogen werden – auch vor dem Hintergrund, dass die EU-Kommission in die Preisgestaltung beim Rohholzeinkauf deregulierend eingreift. Insbesondere mehrjährige Preisvereinbarungen für große Rundholzabnehmer stehen im Fokus der Wettbewerbsbehörden.

### Insolvenzquoten im Holzgewerbe



Quellen: Statistisches Bundesamt; Creditreform; eigene Berechnungen

## Konzentrationserwartung



Quelle: IKB



## Vertikale Diversifikation als Motiv für Übernahmeaktivitäten

Aufgrund der verhaltenen Ertragsaussichten und der mangelnden Finanzkraft – auch nachgelagerter Bereiche – sind die Übernahmeaktivitäten im Holzgewerbe fast gänzlich zum Erliegen gekommen. Die in der Vergangenheit zu beobachtenden Transaktionen waren zumeist durch vertikale Integrationen motiviert. Einerseits dienten sie der Vorprodukt- bzw. Rohstoffsicherung, andererseits wurden Abnehmer der eigenen Produktion übernommen. Auf Sicht dürfte kein Anziehen der Übernahmeaktivitäten zu erwarten sein, da sich in den Abnehmerbranchen wie der Bau- und Möbelindustrie kein nachhaltiges Wachstum abzeichnet.

Der Konsolidierungsdruck ist in den einzelnen Sparten des Holzgewerbes durchaus unterschiedlich. So sehen wir bei den Modulherstellern eher einen geringen Druck – anders als etwa bei den Plattenherstellern. Wenngleich die Anzahl der Plattenhersteller vergleichsweise gering ist, so wurden in den vergangenen Jahren von diesen enorm hohe Kapazitäten aufgebaut. Aufgrund der Überkapazitäten entstand ein massiver Preisdruck, der den Konsolidierungsdruck weiter hoch halten wird.

## Branchencheck Holzgewerbe

**Wachstumspotenzial.** Für das Holzgewerbe erwarten wir bis 2011 eine rückläufige Entwicklung. Im Zeitablauf bestehen Chancen im Renovierungsbedarf und in einer zunehmenden Exportintensivierung (erfordert allerdings häufig adäquate Unternehmensgröße) sowie das Engagement in neuen Produktbereichen.

**Wettbewerb.** Intensiver Wettbewerb aufgrund aufgebauter Überkapazitäten. Konsolidierung in einzelnen Bereichen vollzieht sich bereits. Stabilisierung in ausgewählten Segmenten durch Stilllegungen. Zunehmender Wettbewerbsdruck aus Osteuropa und Asien. Extremes Preiswettbewerb (Preis häufig entscheidendes Wettbewerbsinstrument, Commodity-Güter) auch segmentübergreifend durch das Vordringen in vor- bzw. nachgelagerte Produktionsstufen. Kompletthersteller bzw. Unternehmen mit höherer Wertschöpfungstiefe haben Vorteile im Mengengeschäft. Kleinere Unternehmen werden zunehmend Kooperationen eingehen (integrierte Standorte).

**Beschaffung.** Grundsätzlich erfolgt ein zunehmender Wettbewerb um Rohstoffe (auch aus anderen Branchen, z. B. Biomassekraftwerke, Papierindustrie). Rohholzpreise sind schwankend, hängen zum Teil von äußerlichen Einflüssen wie Windwurf ab; tendenziell steigende Rohstoffkosten. Unsicherheit wegen russischer Ausfuhrzollbestimmungen.

**Ertragssituation.** Angespannte Ertragslage in den meisten Segmenten aufgrund des intensiven Preiswettbewerbs (schwache Nachfrage in Verbindung mit Überkapazitäten).

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die von der IKB Deutsche Industriebank AG („die IKB“) für zuverlässig erachtet werden. Für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der in der Studie enthaltenen Informationen übernimmt die IKB jedoch keine Gewähr. Die von den Autoren geäußerten Meinungen sind nicht notwendigerweise identisch mit Meinungen der IKB. Die Studie ist weder als Angebot noch als Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers oder eines sonstigen Anlagetitels zu verstehen.