

# DIE FINANZTRANSAKTIONSSTEUER – EIN POLITISCHER IRRWEG?

AUSWIRKUNGEN AUF PRIVATE HAUSHALTE UND UNTERNEHMEN  
IN DEUTSCHLAND

FÜR EINE ELEKTRONISCHE FASSUNG ZUM DOWNLOAD SIEHE  
[WWW.DAI.DE](http://WWW.DAI.DE) UND [WWW.OLIVERWYMAN.DE](http://WWW.OLIVERWYMAN.DE)

# INHALTSVERZEICHNIS

KURZFASSUNG .....	5
1. FINANZTRANSAKTIONSSTEUER – HINTERGRUND UND ZIELSETZUNG .....	7
2. PRIMÄRE AUSWIRKUNGEN DER FINANZTRANSAKTIONSSTEUER .....	9
2.1. Steuerbelastung der privaten Haushalte.....	9
2.2. Steuerbelastung der Unternehmen .....	11
3. MUSTERFÄLLE: BELASTUNGEN FÜR EINZELNE PRIVATE HAUSHALTE UND UNTERNEHMEN.....	13
3.1. Auswirkungen auf einzelne Typen privater Haushalte .....	13
3.2. Auswirkungen auf einzelne Unternehmen .....	16
4. SEKUNDÄRE LIQUIDITÄTSEFFEKTE DER FINANZTRANSAKTIONSSTEUER: ERHÖHUNG DER TRANSAKTIONSKOSTEN.....	18
5. ABSCHLIESSENDE BETRACHTUNG .....	20
ANHANG .....	21

# ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

<b>AbA</b>	Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e. V.
<b>ABS</b>	Asset-Backed Securities (festverzinsliches strukturiertes Wertpapier, das mit Forderungsrechten besichert ist)
<b>BIS (BIZ)</b>	Bank for International Settlement (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich)
<b>BVI</b>	Bundesverband Investment und Asset Management e. V.
<b>CCP</b>	Central Counterparty, Zentrale Gegenpartei/Wertpapierabwicklungsstelle
<b>DSGV</b>	Deutscher Sparkassen- und Giroverband
<b>EZB</b>	Europäische Zentralbank
<b>FESE</b>	Federation of European Securities Exchanges
<b>FSP</b>	Fondssparplan
<b>FTS</b>	Finanztransaktionssteuer
<b>GDV</b>	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.
<b>ICMA</b>	International Capital Market Association
<b>IMF</b>	International Monetary Fund (Internationaler Währungsfonds)
<b>LV</b>	Lebensversicherung
<b>OTC</b>	„over the counter“
<b>Repo</b>	Repurchase Agreement (Wertpapierleihgeschäft)
<b>SPV</b>	Special Purpose Vehicle (Zweckgesellschaft)
<b>VVG</b>	Versicherungsvertragsgesetz

# KURZFASSUNG

Unter dem Eindruck der Finanz- und Wirtschaftskrise wird seit 2007 intensiv über die Finanztransaktionssteuer (FTS) diskutiert. Obwohl die Einführung einer Finanztransaktionssteuer von einer Reihe von Staaten (u. a. Großbritannien und Schweden) aus Furcht vor negativen Effekten abgelehnt wird, haben sich Anfang 2013 elf Länder der EU zum politischen Alleingang entschieden. Sie streben im Wege der verstärkten Zusammenarbeit ein gemeinsames Besteuerungskonzept an. Hierzu hat die Europäische Kommission am 14. Februar 2013 einen Richtlinienentwurf vorgestellt.

## GESAMTEFFEKT

Es ist erklärtes Ziel des Gesetzgebers, den Privatanleger und die Unternehmen der Realwirtschaft mit der FTS nicht negativ zu treffen. Diese Studie zeigt, dass dieser Anspruch nicht eingelöst werden kann. Unter konservativen Annahmen und auf Basis des vorliegenden Richtlinienentwurfs der Europäischen Kommission beträgt die Belastung für private Haushalte und Unternehmen der Realwirtschaft in Deutschland jährlich 5,0 bis 7,3 Mrd. Euro.

Dabei handelt es sich um eine zurückhaltende Schätzung. Sowohl die Belastung von Produkten ohne unmittelbaren Bezug zum Endkunden (zum Beispiel Wertpapierleihgeschäfte) als auch Sekundäreffekte sind in dieser Schätzung nicht berücksichtigt.

Die Finanztransaktionssteuer konterkariert zudem wichtige politische Ziele, wie zum Beispiel eine verstärkte private Altersvorsorge oder die Finanzierung von mittelständischen Unternehmen über den Kapitalmarkt.

## STEUERBELASTUNG DER PRIVATEN HAUSHALTE

Bei Privatanlegern sind nahezu alle Formen der privaten Altersvorsorge und der Vermögensbildung von der Finanztransaktionssteuer betroffen. Dies gilt für die Direktanlage in Aktien, Anleihen und die indirekte Vermögensbildung über Investmentfonds ebenso für die Risiko- und kapitalbildende Lebensversicherung. Es ergibt sich eine jährliche Gesamtbelastung von 2,6 bis 3,6 Mrd. Euro. Insgesamt entspricht die Steuerlast für den Privatanleger – je nach Szenario – zwischen 30 und 40 Prozent der Einnahmen aus der Abgeltungsteuer im Jahr 2012.

Für den durchschnittlichen deutschen Haushalt addieren sich die Steuerkosten auf 48 bis 62 Euro im Jahr. Das entspricht in etwa der Höhe der monatlichen Stromkosten eines 3-Personen-Haushalts (76 Euro). Die Belastung kann für einzelne Personen oder Haushalte jedoch sehr unterschiedlich sein. So wäre eine typische Pensionärin mit jährlich 118 bis 132 Euro FTS-Kosten deutlich härter getroffen.

Auch in Bezug auf einzelne Produkte ist der FTS-Effekt gravierend. Über die Laufzeit eines typischen Riester-Fondssparplans mit einer jährlichen Sparrate von 803 Euro, davon 154 Euro Riester-Förderung, summiert sich der Effekt der Steuer auf rund 7.600 Euro. Die durchschnittliche jährliche Rente reduziert sich dadurch von 3.790 Euro um jährlich 380 Euro auf nur noch 3.410 Euro. So werden sowohl die maximale staatliche Riester-Förderung (ohne Zulagen für Kinder) von insgesamt 4.620 Euro über die Vertragslaufzeit von der Finanztransaktionssteuer aufgezehrt als auch der Aufbau einer Kapitalbasis erheblich beeinträchtigt.

## STEUERBELASTUNG DER UNTERNEHMEN

Auch die Unternehmen der Realwirtschaft werden breit von den Belastungen aus der Finanztransaktionssteuer getroffen. Die gesamte Steuerlast beläuft sich auf 2,4 bis 3,7 Mrd. Euro jährlich. Sie resultiert vor allem aus dem Derivateinsatz, der zur Absicherung des operativen Geschäfts gegen Wechselkurs- und Zinsschwankungen erfolgt. Selbst ohne Derivate zur Absicherung von Rohstoffpreisisiken schlagen hier zwischen 1,0 und 1,9 Mrd. Euro p. a. zu Buche. Mit rund 0,7 Mrd. Euro p. a. wird auch die betriebliche Altersvorsorge getroffen, da ein wesentlicher Teil der Pensionsansprüche der Arbeitnehmer in steuerpflichtigen Wertpapieren angelegt wird. Rund 0,7 bis 1,1 Mrd. Euro ergeben sich aus den Belastungen für die Ausgabe von bestimmten Refinanzierungsinstrumenten (Commercial Papers und Asset-Backed Securities) und sonstigen finanztransaktionssteuerpflichtigen Geschäften (z. B. Wertpapieranlagen des Liquiditätsmanagements).

Die Kosten der Finanztransaktionssteuer entsprechen damit selbst im zurückhaltenden Szenario rund zwei Dritteln des Gewinns aller Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes in Hessen bzw. rund 15 Prozent des gesamten deutschen Aufkommens aus der Körperschaftsteuer im Jahr 2012.

## SEKUNDÄREFFEKTE AUF MARKTLIQUIDITÄT UND TRANSAKTIONSKOSTEN

Über die direkten Effekte hinaus wird die Finanztransaktionssteuer voraussichtlich die Liquidität der Märkte für Wertpapiere und derivative Finanzinstrumente deutlich verringern. Eine geringere Liquidität würde zu höheren Transaktionskosten und damit zu höheren Finanzierungs- und Absicherungskosten bei Unternehmen und/oder einer geringeren Rendite beim Privatanleger führen.

Für den Handel von Aktien, Anleihen und Derivaten erwarten wir in einer überschlägigen Rechnung zusätzliche Transaktionskosten in Höhe von etwa 2,0 bis 4,7 Mrd. Euro.

## WEITERE EFFEKTE

Nicht im Fokus dieser Studie stehen weitere Negativeffekte aus der FTS, etwa auf die Verfügbarkeit von Finanzprodukten. Nach unseren Berechnungen würden bei heute üblichem Handelsverhalten allein für die kurzfristige Liquiditätsversorgung der deutschen Finanzinstitute mittels Wertpapierleihgeschäften (Repos) jährliche Steuern in der nahezu unvorstellbaren Höhe von 69 Mrd. Euro anfallen. Unter dieser Voraussetzung sind Repo-Geschäfte ökonomisch nicht mehr sinnvoll. Eine Austrocknung des für die Unternehmensfinanzierung wichtigen Marktes wäre die Folge.

Wenn sich Banken als Dienstleister für die Wirtschaft aus dem kurzfristigen Geldmarkt zurückziehen, werden Unternehmen ihren kurzfristigen Kreditbedarf nicht mehr oder nur noch zu deutlich höheren Preisen decken können. Eine Überwälzung der Belastungen von Finanzinstituten auf die Realwirtschaft kann demnach sogar bei Geschäften, die nicht direkt an ein Kundengeschäft geknüpft sind, erwartet werden.

Eine ähnliche Austrocknung ist zudem für die kurz- und mittelfristigen Anleihemärkte zu befürchten, bei denen die Belastungen der FTS die Renditen beziehungsweise den Zinsabstand zu vergleichbaren Bankeinlagen überkompensieren würden. Auch dadurch würde den Unternehmen ein wichtiges Instrument der Refinanzierung genommen.

# 1. FINANZTRANSAKTIONSSTEUER- HINTERGRUND UND ZIELSETZUNG

Nach der Finanzkrise wurde sowohl auf den Treffen der G-20-Staaten als auch EU-weit über die Einführung einer Finanztransaktionssteuer (FTS) diskutiert. Bereits im September 2011 wurde von der Europäischen Kommission ein Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über das gemeinsame Finanztransaktionssteuersystem vorgelegt. Dieser scheiterte allerdings unter anderem am Widerstand Großbritanniens und Schwedens. Anfang 2013 entschlossen sich elf Mitgliedstaaten im Wege der verstärkten Zusammenarbeit zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer. Dazu gehören u. a. Deutschland, Frankreich, Österreich und Spanien. Daraufhin hat die Europäische Kommission einen leicht überarbeiteten Richtlinienvorschlag veröffentlicht.

Weder Privatanleger noch nichtfinanzielle Unternehmen<sup>1</sup> sollen nach dem expliziten Anspruch der Politik Kosten aus der Einführung einer Finanztransaktionssteuer tragen. Dies hat die Bundesregierung in einer gemeinsam mit Teilen der Opposition veröffentlichten Erklärung im Juni 2012 betont. Danach gelte es bei der Ausgestaltung der Steuer, „die Auswirkung der Steuer auf Instrumente der Altersversorgung, auf die Kleinanleger sowie die Realwirtschaft zu bewerten und negative Folgen zu vermeiden.“<sup>2</sup>

Dieser Anspruch wird jedoch nur schwerlich einzulösen sein. Selbst wenn Privatanleger und Unternehmen wie im Vorschlag der Europäischen Kommission nicht direkt steuerpflichtig sein sollten, sind sie von der Finanztransaktionssteuer negativ betroffen. Denn die steuerpflichtigen Finanzinstitute werden die Kosten aus der Besteuerung von Aktien, Anleihen, Derivaten und anderen Finanzinstrumenten, die unmittelbar an ein Kundengeschäft oder eine erbrachte Finanzdienstleistung geknüpft sind, an ihre Kunden weitergeben. Diese Annahme wird auch vom Internationalen Währungsfonds geteilt, der unter anderem deswegen die Einführung einer FTS ablehnt: „Its real burden may fall largely on final consumers rather than, as often seems to be supposed, earnings in the financial sector.“<sup>3</sup> In einer Studie aus dem Jahr 2011, die umfassend die Auswirkungen der FTS untersucht, kommt die Europäische Kommission zu dem gleichen Schluss: „A large part of the burden would fall on direct and indirect owners of traded financial instruments.“<sup>4</sup>

Es ist Ziel unserer Studie, diese negativen Auswirkungen auf deutsche Privatanleger und Unternehmen auf Grundlage des Konzeptes der Europäischen Kommission zu quantifizieren. In Kapitel 2 und 3 erfolgt die Analyse der Primäreffekte, welche sich direkt aus der Besteuerung von Aktien, Anleihen und Derivaten für Privatanleger und Unternehmen ergeben. Die Berechnungen unterliegen der Annahme, dass sich beide Gruppen nicht an die Erhebung der Steuer anpassen, weil sie einen gegebenen Bedarf an Finanzdienstleistungen haben, ihren langfristigen vertraglichen Verpflichtungen nachkommen müssen oder der Steuer geografisch oder auf andere Weise nicht ausweichen (können).

In Kapitel 4 werden Sekundäreffekte beschrieben, welche in Form von höheren Transaktionskosten infolge eines wahrscheinlichen Rückgangs der Handelsvolumina zu erwarten sind. Methodik und Annahmen, die der Schätzung zugrunde liegen, haben wir im Anhang erläutert.

1 Unter nichtfinanziellen Unternehmen werden Unternehmen verstanden, die nicht wie Banken, Versicherer, Investmentfonds usw. Finanzdienstleistungen anbieten. Der besseren Lesbarkeit halber wird im Folgenden von „Unternehmen“ anstelle von „nichtfinanziellen Unternehmen“ gesprochen.

2 Presse- und Informationsamt der Bundesregierung (2012), „Pakt für nachhaltiges Wachstum und Beschäftigung“, Gemeinsames Papier der Bundesregierung und der Fraktionen CDU/CSU, FDP, SPD und Bündnis 90/Die Grünen im Deutschen Bundestag, Berlin.

3 Internationaler Währungsfonds (2010), „A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector“, Final report for the G-20, Washington, S. 20.

4 Europäische Kommission (2011), „Commission Staff Working Paper, Executive Summary of the Impact Assessment“, Brüssel, S. 11.

# ECKDATEN ZUR GEPLANTEN FINANZTRANSAKTIONSSTEUER

Der Vorschlag der EU-Kommission sieht eine Mindestbesteuerung des Handels von Finanzinstrumenten wie Aktien und Anleihen mit 0,1 Prozent des Handelsvolumens vor. Bei derivativen Finanzkontrakten beträgt der Mindeststeuersatz 0,01 Prozent auf den Nominalwert.

Der Steuervorschlag weist zudem die Besonderheit auf, dass steuerpflichtige Transaktionen häufig mehrfach der Steuer unterworfen werden (Kaskadeneffekt), weil sie ihrerseits unvermeidbare Folgetransaktionen auslösen. Aus solchen Steuerkaskaden ergibt sich eine Vervielfachung der Steuerlast, die sich ebenfalls in den Preisen der besteuerten Finanzprodukte widerspiegelt und die wir entsprechend berücksichtigt haben.

Details des Richtlinienvorschlags werden in Abbildung 1 dargestellt.

---

## ABBILDUNG 1: GRUNDSÄTZE DES RICHTLINIENENTWURFS ZUR EUROPÄISCHEN FINANZTRANSAKTIONSSTEUER VOM 14. FEBRUAR 2013

Von der EU-Kommission vorgesehene Inkrafttreten	<ul style="list-style-type: none"><li>• 1. Januar 2014</li></ul>
Grundlage	<ul style="list-style-type: none"><li>• Richtlinienentwurf der Europäischen Kommission vom 14. Februar 2013</li></ul>
Ziele	<ul style="list-style-type: none"><li>• Harmonisierung der Steuern der Mitgliedsstaaten auf Finanztransaktionen</li><li>• Gewährleistung, dass die Finanzinstitute einen angemessenen und substanziellen Beitrag zu den Kosten der jüngsten Krise leisten und dass in steuerlicher Hinsicht die gleichen Ausgangsbedingungen geschaffen werden, wie sie für andere Wirtschaftszweige bestehen</li><li>• Schaffung geeigneter Hemmnisse für Transaktionen, die der Effizienz der Finanzmärkte nicht förderlich sind, womit regulatorische Maßnahmen zur Vermeidung künftiger Krisen ergänzt werden sollen</li></ul>
Beteiligte Länder	<ul style="list-style-type: none"><li>• Elf Länder (Belgien, Deutschland, Estland, Frankreich, Griechenland, Italien, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien und Spanien)</li></ul>
Steuergegenstand	<ul style="list-style-type: none"><li>• Alle Transaktionen (Kauf und Verkauf) mit Finanzinstrumenten, die zwischen Finanzinstituten durchgeführt werden, sofern mindestens eines der Institute in einem der elf teilnehmenden Mitgliedsstaaten ansässig ist (Ansässigkeitsprinzip) oder wenn das gehandelte Finanzinstrument in einem der elf Staaten emittiert wurde (Ausgabeprinzip)</li><li>• Betrifft Transaktionen an organisierten Handelsplätzen und „over the counter“ (OTC)</li></ul>
Mindeststeuersätze	<ul style="list-style-type: none"><li>• Finanzinstrumente wie Aktien und Anleihen: 0,1 Prozent des Handelsvolumens</li><li>• Derivate: 0,01 Prozent des Nennwerts</li><li>• Steuer ist von allen beteiligten Transaktionspartnern zu entrichten, wenn die Transaktion nicht „im Namen oder für Rechnung eines anderen Finanzinstituts“ durchgeführt wird (Kaskadeneffekt)</li></ul>
Steuerpflichtige	<ul style="list-style-type: none"><li>• Finanzinstitute, d. h. Banken, Versicherer, Investmentfonds, Pensionsfonds usw.</li><li>• Auch nichtfinanzielle Unternehmen, bei denen der Umfang an Finanztransaktionen mehr als 50 Prozent des durchschnittlichen Nettojahresumsatzes ausmacht, werden als Finanzinstitut betrachtet.</li></ul>
Betroffene Transaktionen	<ul style="list-style-type: none"><li>• Finanztransaktionen in Aktien, Anleihen, Geldmarktpapieren wie Commercial Papers, Derivaten, Verbriefungen sowie Pensionsgeschäfte und Wertpapierleih- und verleihgeschäfte</li></ul>
Ausnahmeregelungen	<ul style="list-style-type: none"><li>• Steuerbefreit sind:<ul style="list-style-type: none"><li>– Transaktionen mit der Europäischen Zentralbank, der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität, dem Europäischen Stabilisierungsmechanismus, der Europäischen Union und den Zentralbanken der Mitgliedsstaaten</li><li>– Finanztransaktionen im Rahmen von Umstrukturierungen oder der Emission von Wertpapieren (abgesehen von bspw. Commercial Papers und Verbriefungen)</li><li>– Zentrale Gegenparteien und (internationale) Zentralverwahrer</li><li>– Währungskassatransaktionen (aber nicht Währungsderivatkontrakte)</li><li>– Teilweise Warenderivate mit physischer Lieferung</li></ul></li></ul>

## 2. PRIMÄRE AUSWIRKUNGEN DER FINANZTRANSAKTIONSSTEUER

### 2.1. STEUERBELASTUNG DER PRIVATEN HAUSHALTE

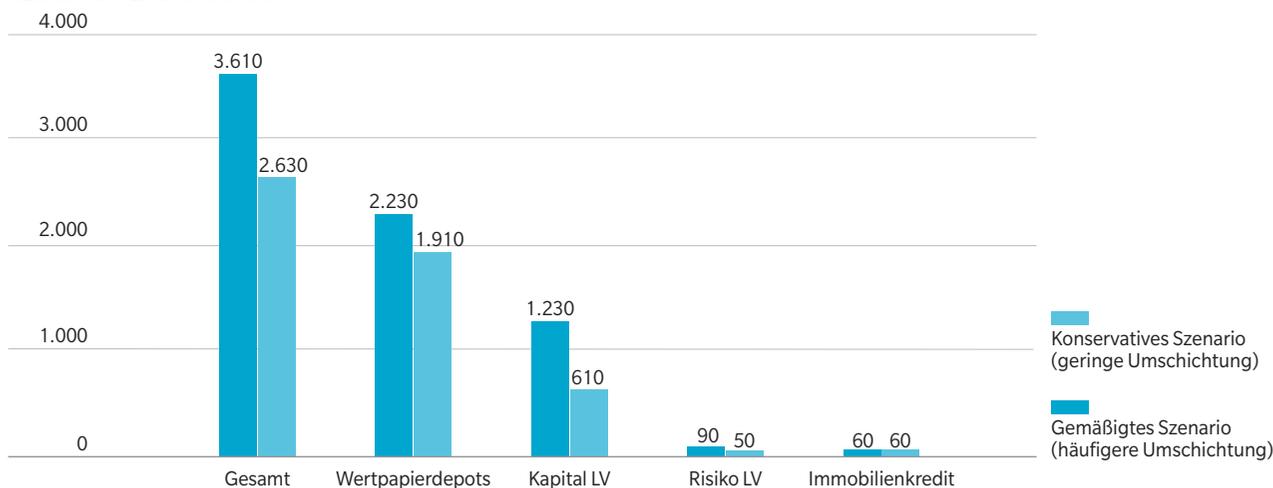
Im Rahmen unserer Analyse haben wir vier typische Finanzprodukte von privaten Haushalten analysiert, die von einer Finanztransaktionssteuer unmittelbar betroffen wären: die Wertpapieranlage in Aktien, Anleihen und Investmentfonds, die Kapitallebensversicherung, die Risikolebensversicherung sowie den Immobilienkredit. Mit dieser Auswahl decken wir rund 33 Prozent des Geldvermögens der privaten Haushalte ab; der verbleibende Anteil stellt im Wesentlichen Bargeld und Spareinlagen (41 Prozent) sowie Pensionsansprüche (14 Prozent) dar, welche nicht direkt von der FTS betroffen sind bzw. im Rahmen der Auswirkungen auf Unternehmen analysiert werden.<sup>5</sup>

Basierend auf dem heutigen Produktnutzungs- und Handelsverhalten und unter Berücksichtigung unvermeidbarer Kaskadeneffekte, erwarten wir aus der Finanztransaktionssteuer Zusatzkosten für private Haushalte in Deutschland von jährlich 2,6 Mrd. (konservatives Szenario) bis 3,6 Mrd. Euro (gemäßigtes Szenario). Betroffen sind vor allem die Wertpapieranlage mit 1,9 bis 2,2 Mrd. Euro sowie die kapitalbildende Lebensversicherung mit 0,6 bis 1,2 Mrd. Euro Steuerbelastung. Aber auch Immobilienkredite, bei denen vermutlich die meisten Beobachter auf den ersten Blick keine Steuerbelastung erwarten, sind aufgrund der Absicherung des langfristigen Zinsrisikos durch derivative Finanzinstrumente mit jährlich 60 Mio. Euro von der Steuer betroffen.

ABBILDUNG 2: JÄHRLICHE FTS-BELASTUNG FÜR PRIVATANLEGERPRODUKTE

2011/2012

GESAMTKOSTEN IN € MIO. P.A.

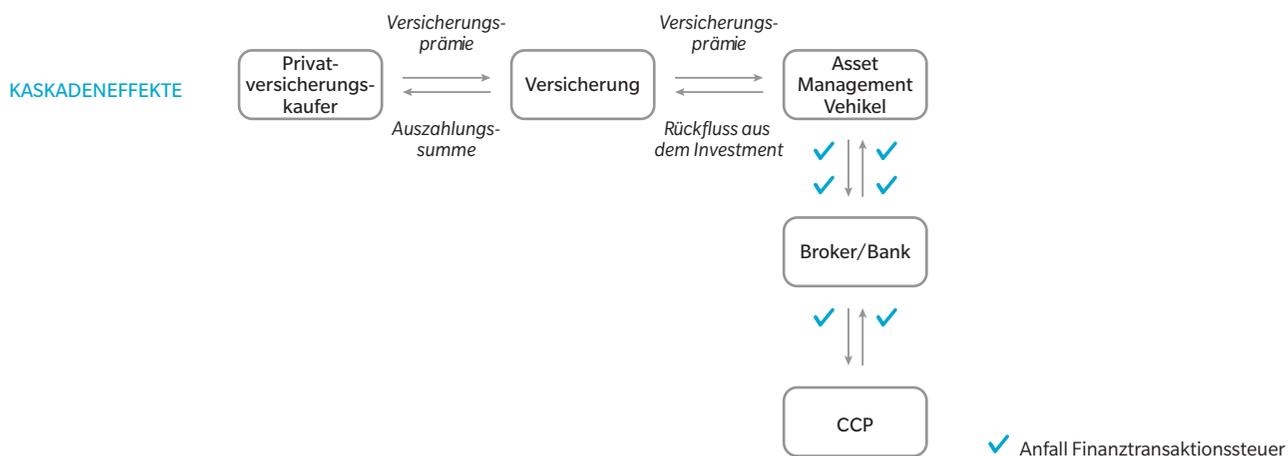


<sup>5</sup> Deutsche Bundesbank (2012), „Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 2006-2011“, Statistische Sonderveröffentlichung, Frankfurt am Main, S. 46-47.

In unserer Analyse haben wir das von deutschen privaten Haushalten im jeweiligen Produkt in 2011/12 direkt oder indirekt angelegte Geldvermögen zugrunde gelegt. Zudem unterstellen wir für jedes Produkt eine typische Anlagestruktur und schätzen unter Annahme bestimmter Umschlagshäufigkeiten und Kaskadeneffekte (Anzahl der FTS-pflichtigen Parteien) die jährliche Belastung für den Gesamtmarkt. Dabei werden zwei Szenarien gezeigt: Im konservativen Szenario haben wir eine geringere Umschichtung für Aktien und Anleihen unterstellt als im gemäßigten Szenario.<sup>6</sup>

Nachfolgend veranschaulichen wir unser Vorgehen am Beispiel der kapitalbildenden Lebensversicherung.

### ABBILDUNG 3: BERECHNUNG DER FTS FÜR EINE KAPITALBILDENDE LEBENSVERSICHERUNG



ZUGRUNDLIEGENDE DATEN		
Finanztransaktionssteuersatz (Aktien, Anleihen)	0,1%	
Kapitalanlage der Kapital-LV in 2011	633,4 Mrd. Euro	
Anzahl von Kapital-LV-Verträgen, 2011	70,2 Mio.	
Bruttobeiträge der Kapital-LV in 2011	50,9 Mrd. Euro	
Unterstellte Anlagestruktur	Anleihen: 53% / Aktien: 3% / Immobilien: 4% / Sonstige: 40%	
Durchschnittliche Umschlagshäufigkeit nach Assetklassen	Konservatives Szenario Anleihen: 0,3 x Aktien: 0,3 x	Gemäßigtes Szenario Anleihen: 0,6 x Aktien: 0,6 x
Anfall Finanztransaktionssteuer per Transaktion	3 x: Erstanlage 6 x: Umschichtung	

Wie in der obigen Abbildung dargestellt, unterscheiden wir in unserer Analyse zwischen einer dreifachen Finanztransaktionssteuerpflicht bei der Erstanlage und einer sechsfachen Steuerpflicht bei der Umschichtung. Wir gehen davon aus, dass die Steuer sowohl beim Kauf als auch Verkauf von Wertpapieren zwischen dem Asset-Management-Vehikel und dem Broker/der Bank anfällt, sowie beim Handel zwischen Broker/Bank und der Zentralen Gegenpartei (CCP)/den Börsen, wobei Letztere von der Steuer befreit sind.

In 2011 betrug die gesamte Kapitalanlage der kapitalbildenden Lebensversicherungen 633,4 Mrd. Euro. Den Bestand haben wir zuerst entsprechend der oben aufgeführten Anlagestruktur auf Anlageklassen verteilt und den auf Aktien und Anleihen entfallenden Anteil mit der jeweiligen Umschlagshäufigkeit (0,3 x im konservativen und 0,6 x im gemäßigten Szenario) multipliziert.

Im nächsten Schritt haben wir die Gesamtanlage in der kapitalbildenden Lebensversicherung in Neubeiträge (51 Mrd. Euro bzw. 8% der Gesamtanlage) und Altbestand (582 Mrd. Euro) unterteilt und für die Erstanlage einen dreifachen und den Altbestand einen sechsfachen Steueranfall – unter Berücksichtigung des Finanztransaktionssteuersatzes von 0,1% – berechnet.

Schließlich ergibt es sich eine Gesamtbelastung von 0,6 Mrd. im konservativen und 1,2 Mrd. im gemäßigten Szenario.

<sup>6</sup> Genaue Angaben zur Methodik im Allgemeinen und zu den unterstellten Umschlagshäufigkeiten in den jeweiligen Szenarien finden sich im Anhang dieser Studie.

## 2.2. STEUERBELASTUNG DER UNTERNEHMEN

Auch die Unternehmen der Realwirtschaft werden durch die Einführung einer Finanztransaktionssteuer erheblich belastet.

Wie bei den Gesamteffekten für Privatanleger erfolgt die Schätzung für jeden einzelnen betroffenen Bereich auf der Grundlage des steuerpflichtigen Transaktionsvolumens und bestimmter Annahmen zur Zahl der Steuerfälle in jeder Transaktion und ggf. weiterer Parameter.\*

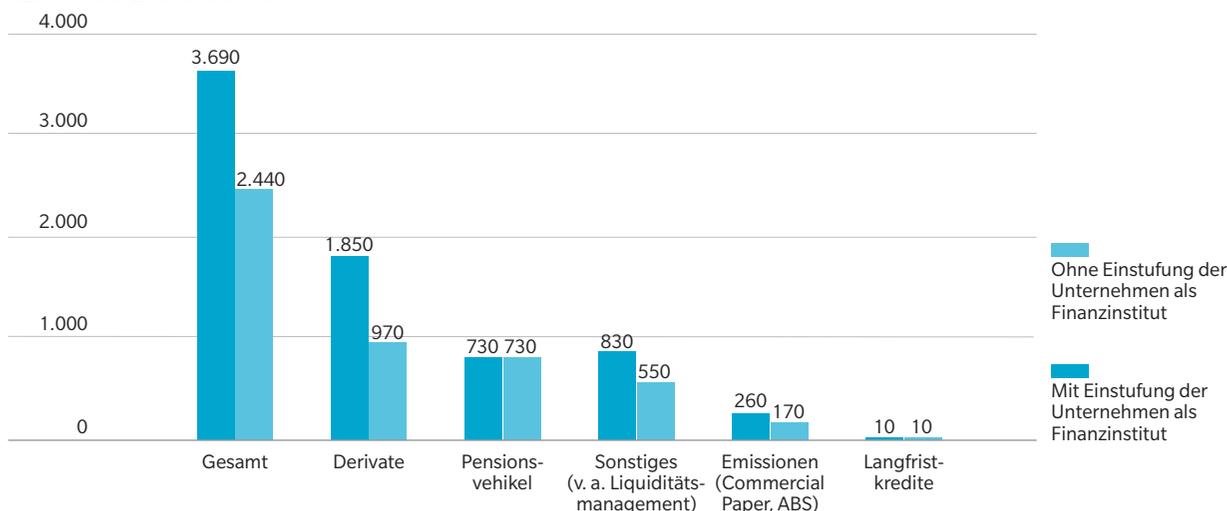
In einem ersten Szenario (hellblaue Balken in Abbildung 4) unterstellen wir dabei, dass Unternehmen lediglich Überwälzungen der Steuerlast durch Banken und andere Finanzdienstleister einschließlich unvermeidbarer Kaskadeneffekte zu tragen haben, selbst aber nicht einer Steuerpflicht unterliegen. Der Schätzwert des zweiten Szenarios (dunkelblaue Balken) ergibt sich aus einer Besonderheit im Vorschlag der Europäischen Kommission, wonach Unternehmen zu einem „Finanzinstitut“ umqualifiziert werden können.<sup>7</sup> Dies verteuert erstens die Transaktionen mit externen Geschäftspartnern, i. d. R. Banken, weil damit auch die Unternehmen selbst steuerpflichtig werden und somit die Steuer grundsätzlich doppelt anfällt. Zweitens werden auch interne Derivatetransaktionen des Gruppenverbundes in die Steuerpflicht einbezogen. Beide Effekte erhöhen die Steuerlast signifikant.

Die Gesamtbelastung wird nach unserer Schätzung deutschlandweit jährlich zwischen rund 2,4 bis 3,7 Mrd. Euro liegen. Die Finanztransaktionssteuer entspricht damit bereits im Szenario „kein Finanzinstitut“ rund zwei Dritteln des Gewinns aller Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes in Hessen bzw. rund 15 Prozent des gesamtdeutschen Aufkommens aus der Körperschaftsteuer im Jahr 2012.<sup>8</sup>

ABBILDUNG 4: JÄHRLICHE FTS-BELASTUNG FÜR UNTERNEHMEN

2011/2012

GESAMTKOSTEN IN € MIO. P.A.



\* Siehe im Detail Anhang 1. Methodik und Datengrundlage

7 Gemäß Definition der Europäischen Kommission (2013a), „Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über die Umsetzung einer Verstärkten Zusammenarbeit im Bereich der Finanztransaktionssteuer“, COM (2013) 71 final vom 14.02.2013, Brüssel, Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit. (j) gelten Unternehmen als Finanzinstitute, „sofern der jährliche Durchschnittswert ihrer finanziellen Transaktionen über fünfzig Prozent ihres durchschnittlichen Nettojahresumsatzes gemäß Artikel 28 der Richtlinie 78/660/EWG ausmacht“.

8 Der Umsatz der hessischen Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes lag im Jahr 2012 bei rund 120 Mrd. Euro (Hessisches Statistisches Landesamt (2012)). Unterstellt man eine typische Gewinnmarge von 3 Prozent des Umsatzes (abgeleitet aus Orbis – Bureau von Dijk (2008–2012)), ergibt sich ein geschätzter Gesamtgewinn des verarbeitenden Gewerbes in Hessen von rund 3,6 Mrd. Euro. Das gesamtdeutsche Körperschaftsteueraufkommen lag 2012 bei 16,9 Mrd. Euro.

Allein aus dem Derivateinsatz zur Absicherung der Risiken aus Wechselkurs- und Zinsschwankungen ergeben sich zwischen knapp 1,0 und 1,9 Mrd. Euro an Mehrkosten für die Unternehmen.<sup>9</sup> Das Risikomanagement der Unternehmen wird dadurch in erheblichem Umfang verteuert und/oder erschwert. Unter der Annahme, dass das Volumen der internen Derivatetransaktionen in etwa 30 Prozent des externen Volumens entspricht, entfallen im Szenario mit Einstufung als „Finanzinstitut“ gut 400 Mio. Euro auf solche internen Transaktionen. Das konterkariert häufig die betriebswirtschaftlich sinnvolle Zentralisierung des Risikomanagements.

Mit rund 700 Mio. Euro p. a. wird in ähnlicher Weise die betriebliche Altersvorsorge getroffen, denn ein wesentlicher Teil der Pensionsansprüche der Arbeitnehmer ist üblicherweise in Wertpapieren angelegt. Außerdem nutzen Pensionsvehikel ebenfalls Derivate zur Risikosteuerung. Die unterstellten Transaktionsketten und Umschlagshäufigkeiten gleichen dabei denjenigen, die für die Produkte der privaten Altersvorsorge modelliert worden sind. Da Pensionsvehikel grundsätzlich als „Finanzinstitut“ im Sinne des Steuervorschlags qualifiziert werden, entfällt hier die Berechnung unterschiedlicher Szenarien.

Weitere Belastungen resultieren aus sonstigen Wertpapiertransaktionen der Unternehmen (ca. 550 bis 830 Mio. Euro p. a.). Darunter fällt vor allem das Liquiditätsmanagement. Viele Unternehmen legen ihre Liquiditätsreserven in Geldmarktfonds an oder nutzen besicherte Geldanlagen bei Banken (Repo-Geschäfte), was durch die Finanztransaktionssteuer deutlich unattraktiver gemacht würde. Aber auch Käufe von Aktien im Rahmen von M&A-Transaktionen oder Aktienrückkäufe fallen prinzipiell in den Anwendungsbereich der Finanztransaktionssteuer.

Schließlich ist die Ausgabe von Geldmarktinstrumenten (wie beispielsweise Commercial Papers) und Verbriefungen steuerpflichtig. Anders als Aktien oder einfache Anleihen fallen diese nicht unter das sogenannte Emissionsprivileg des Richtlinienvorschlags.<sup>10</sup> Ein wichtiges Refinanzierungsinstrument der realwirtschaftlichen Unternehmen wird damit unmittelbar um insgesamt rund 170 bis 260 Mio. Euro p. a. verteuert.

Eine nachgeordnete Rolle spielt schließlich die Auswirkung der Finanztransaktionssteuer auf die Kosten von langfristigen Krediten. Die zu erwartenden Zusatzlast beträgt hier rund 10 Mio. Euro p. a. Bei diesen schlagen ähnlich wie bei den Immobilienkrediten privater Haushalte vor allem die steuerbedingten Mehrkosten durch, die auf Banken für die Absicherung von Zinsänderungsrisiken aus Krediten zukommen.

<sup>9</sup> Derivate zur Absicherung von Rohstoffpreisrisiken sind dagegen ebenso nicht erfasst wie börsengehandelte Derivate, die – wenn auch in erheblich geringerem Umfang – ebenfalls von den Unternehmen zur Risikosteuerung eingesetzt werden.

<sup>10</sup> Siehe hierzu ausführlich Deutsches Aktieninstitut (2013), „Zum Vorschlag der EU-Kommission für eine Richtlinie des Rates über die Umsetzung einer Verstärkten Zusammenarbeit im Bereich der Finanztransaktionssteuer“, Positionspapier des Deutschen Aktieninstituts e. V. vom 02.05.2013, Frankfurt am Main, S. 10f.

### 3. MUSTERFÄLLE: BELASTUNGEN FÜR EINZELNE PRIVATE HAUSHALTE UND UNTERNEHMEN

Um die Belastung durch die Finanztransaktionssteuer auf der Ebene der einzelnen privaten Haushalte und Unternehmen zu verdeutlichen, haben wir die primären Auswirkungen beispielhaft für private Haushalte und Unternehmen in Form von Musterfällen skizziert.

#### 3.1. AUSWIRKUNGEN AUF EINZELNE TYPEN PRIVATER HAUSHALTE

Die drei im Bereich der privaten Haushalte unterstellten Musterfälle lassen sich der Abbildung 5 entnehmen:

ABBILDUNG 5: BESCHREIBUNG DER ANALYSIERTEN MUSTERFÄLLE PRIVATER HAUSHALTE

PRIVATKUNDENPROFILE		
Die junge Familie		<ul style="list-style-type: none"> <li>Die junge Familie muss einen Großteil ihres Einkommens für den täglichen Konsum der Familie verwenden. Für den Vermögensaufbau relevant ist das Eigenheim, für das ein Immobilienkredit aufgenommen wurde. Darüber hinaus sorgt der Haushalt typischerweise mit einer Kapitallebensversicherung für das Alter vor.</li> </ul>
Der Durchschnittshaushalt		<ul style="list-style-type: none"> <li>Der Durchschnittshaushalt repräsentiert in Bezug auf die Struktur seines privaten Geldvermögens den statistischen Mittelwert der deutschen Bevölkerung.</li> </ul>
Der Haushalt der risikoscheuen Pensionärin		<ul style="list-style-type: none"> <li>Die risikoscheue Pensionärin bezieht eine Pension und verfügt daneben über ein angespartes Vermögen, das sie zum größten Teil in liquiden Mitteln wie Sicht- und Spareinlagen angelegt hat. Darüber hinaus ist knapp ein Drittel des Finanzvermögens in kapitalmarktbasiertere Instrumente investiert.</li> </ul>

Für diese Musterfälle haben wir das von der Deutschen Bundesbank erhobene durchschnittliche Finanzvermögen und die zugehörige Anlagestruktur zugrunde gelegt.<sup>11</sup> Im nächsten Schritt haben wir für alle FTS-relevanten Produkte (die kapitalbildende Lebensversicherung, die Anlage in Fonds und in Aktien) die FTS-Belastung errechnet, welche typischerweise anfallen würde. Dabei wurde sowohl die direkte Belastung aus der entrichteten Steuer als auch der entgangene Kapitalzuwachs auf den entrichteten Steuerbetrag berücksichtigt.

Mit einer jährlichen Steuerbelastung von 118 Euro im konservativen und 132 Euro im gemäßigten Szenario wird die risikoscheue Pensionärin unter den Privathaushalten absolut am stärksten getroffen. Demgegenüber würden die junge Familie mit jährlich 46 bis 64 Euro und der Durchschnittshaushalt mit 48 bis 62 Euro belastet.

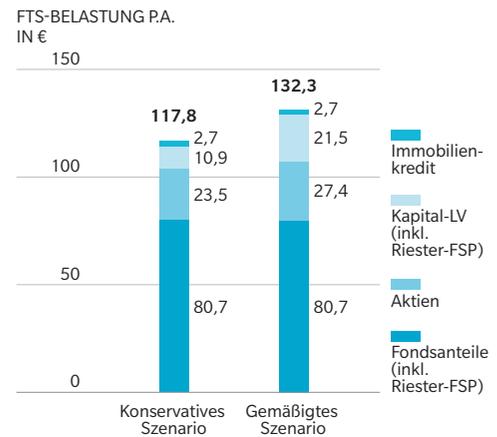
Die jährliche Belastung der privaten Haushalte aus der Finanztransaktionssteuer entspricht damit in etwa den monatlichen Stromkosten eines 3-Personen-Haushalts im Jahr 2012 in Deutschland in Höhe von 76 Euro.<sup>12</sup>

<sup>11</sup> Deutsche Bundesbank (2013), „Private Haushalte und ihre Finanzen“, Tabellenanhang zur Pressenotiz, PHF 2010/2011 – Datenstand: 2/2013, Frankfurt am Main.

<sup>12</sup> Statista (2013), „Durchschnittliche monatliche Stromrechnung eines 3-Personen-Haushaltes in Deutschland in den Jahren 1998 bis 2013“, <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/5670/umfrage/durchschnittliche-monatliche-stromrechnung-seit-1998/>

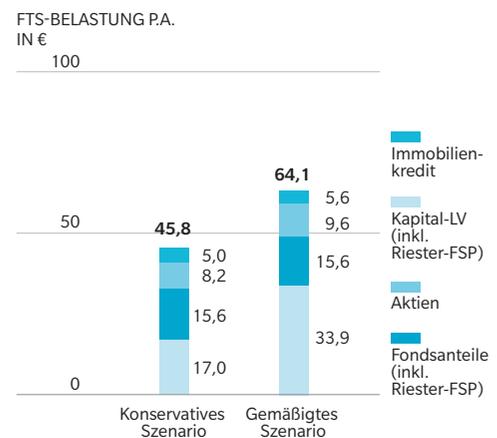
## ABBILDUNG 6: JÄHRLICHE BELASTUNG AUS DER FINANZTRANSAKTIONSSTEUER FÜR DEN HAUSHALT DER RISIKOSCHEUEN PENSIONÄRIN<sup>13</sup>

DER HAUSHALT DER RISIKOSCHEUEN PENSIONÄRIN	
	
ANNAHMEN ZUR ANLAGESTRUKTUR	
Giro und Sparkonten	€ 54.348
Kapital-LV (inkl. Riester)	€ 6.805
Fondsanteile (inkl. Riester)	€ 11.145
Aktien	€ 10.695
Sonstige (nicht-FTS-pflichtig)	€ 7.299
<b>Finanzvermögen</b>	<b>€ 90.291</b>
Immobilienkredit	€ 27.434



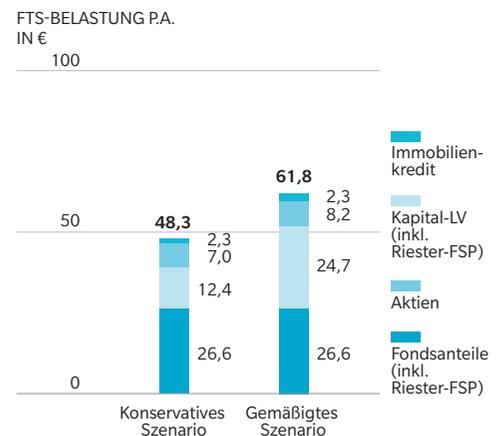
## ABBILDUNG 7: JÄHRLICHE BELASTUNG AUS DER FINANZTRANSAKTIONSSTEUER FÜR DIE JUNGE FAMILIE<sup>14</sup>

DIE JUNGE FAMILIE	
	
ANNAHMEN ZUR ANLAGESTRUKTUR	
Giro und Sparkonten	€ 19.880
Kapital-LV (inkl. Riester)	€ 16.326
Fondsanteile (inkl. Riester)	€ 3.559
Aktien	€ 3.762
Sonstige (nicht-FTS-pflichtig)	€ 11.967
<b>Finanzvermögen</b>	<b>€ 55.490</b>
Immobilienkredit	€ 49.745



## ABBILDUNG 8: JÄHRLICHE BELASTUNG AUS DER FINANZTRANSAKTIONSSTEUER FÜR DEN DURCHSCHNITTSHAUSHALT<sup>15</sup>

DER DURCHSCHNITTSHAUSHALT	
	
ANNAHMEN ZUR ANLAGESTRUKTUR	
Giro und Sparkonten	€ 21.061
Kapital-LV (inkl. Riester)	€ 10.552
Fondsanteile (inkl. Riester)	€ 5.249
Aktien	€ 3.203
Sonstige (nicht-FTS-pflichtig)	€ 8.347
<b>Finanzvermögen</b>	<b>€ 48.418</b>
Immobilienkredit	€ 23.190



13/14/15 Durchschnittliches Finanzvermögen entnommen aus Deutsche Bundesbank (2013), „Private Haushalte und ihre Finanzen“, Tabellenanhang zur Pressemitteilung, PHF 2010/2011 – Datenstand: 2/2013, Frankfurt am Main.

Zusätzlich haben wir die kumulierte Auswirkung der Finanztransaktionssteuer über die Produktlaufzeit von 50 Jahren (30 Jahre Anspar- und 20 Jahre Rentenphase) am Beispiel einer typischen Riester-Fondssparerin modelliert.

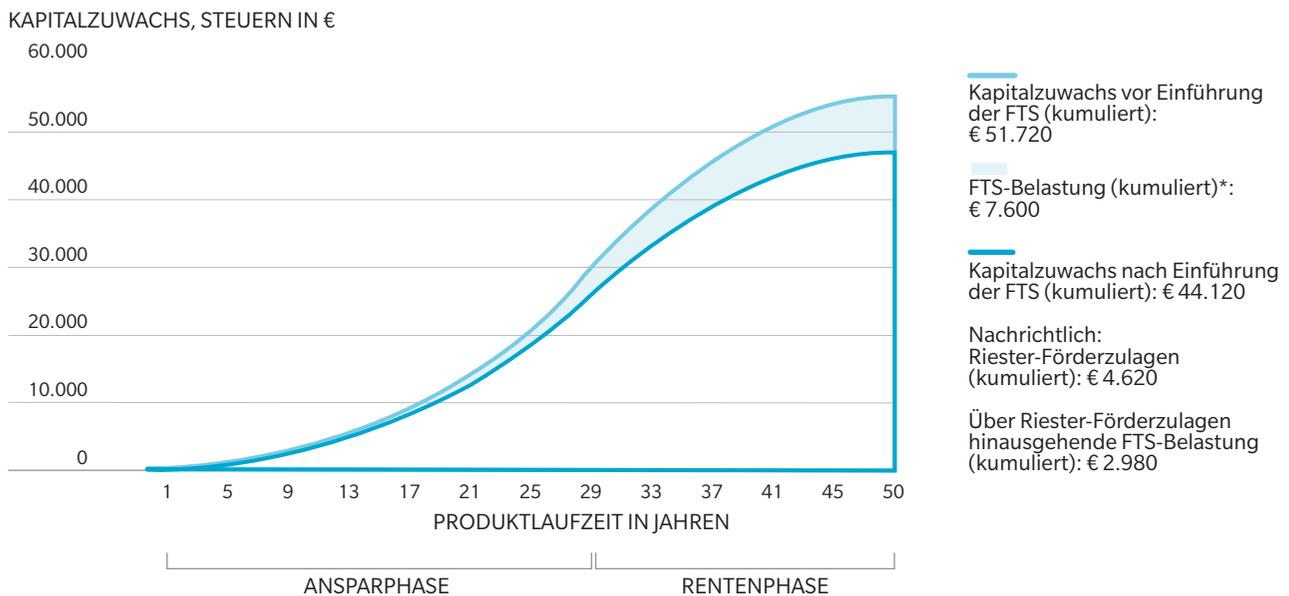
Zu beachten ist, dass auch während der Rentenphase das angesparte Vermögen angelegt ist und die Sparerin einerseits eine Verzinsung auf ihr (Rest-)Vermögen erwirtschaftet, andererseits aber weiterhin der Belastung aus der Finanztransaktionssteuer ausgesetzt ist. Abbildung 9 zeigt den kumulierten Kapitalzuwachs über die gesamte Laufzeit – das heißt die aufgelaufene Verzinsung einschließlich Zinseszinsseffekte bis zum jeweiligen Zeitpunkt – mit und ohne Belastung aus der Finanztransaktionssteuer.

Über 50 Jahre und bei einem Jahresbeitrag von durchschnittlich 803 Euro (darunter 154 Euro staatlicher Zulage) würde die Sparerin typischerweise einen Kapitalzuwachs von etwa 51.720 Euro erwirtschaften. Dieser würde nach Einführung der Finanztransaktionssteuer um rund 7.600 Euro auf ca. 44.120 Euro verringert. Dadurch reduziert sich die jährliche Rente einer Riester-Fondssparerin von 3.790 Euro vor Einführung der FTS um 380 Euro jährlich auf 3.410 Euro.

Die FTS-Belastung in Höhe von 7.600 Euro setzt sich zusammen aus 4.540 Euro für die direkte Steuerzahlung und aus 3.060 Euro für den entgangenen Kapitalzuwachs auf den entrichteten Steuerbetrag.

In unserer Berechnung unterstellen wir eine durchschnittliche Rendite von 4,5 Prozent für alle Anlagekategorien und eine durchschnittliche Umschlagshäufigkeit von rund 0,7 des im Fondsparplan angelegten Vermögens.

**ABBILDUNG 9: KAPITALZUWACHS MIT UND OHNE FINANZTRANSAKTIONSSTEUER KUMULIERT ÜBER DIE PRODUKTLAUFZEIT AM BEISPIEL EINES RIESTER-FONDSSPARPLANS**



\* Inklusive entgangenem Kapitalzuwachs auf den zu entrichtenden Steuerbetrag

Ein Vergleich der kumulierten Riester-Förderzulagen mit den aus der Finanztransaktionssteuer für den Privatanleger entstehenden Kosten zeigt, dass die Riester-Förderung komplett von der Steuerbelastung aufgezehrt würde und darüber hinaus zusätzlich rund 2.980 Euro an Steuerbelastung für die Sparerin über die gesamte Laufzeit anfallen würden.

Bei den weiteren von uns untersuchten Privatanlegerprodukten kommen wir auf ähnliche Größenordnungen. So ergibt sich bei einer typischen Riester-geförderten kapitalbildenden Lebensversicherung (bei der wir zu Vergleichszwecken die gleiche jährliche Einzahlung von 803 Euro wie beim Riester-Fondssparplan unterstellen) bei einer Gesamtlaufzeit von 50 Jahren (30 Jahre Ansparphase und 20 Jahre Auszahlungsphase) eine Gesamtsteuerlast von rund 1.360 bis 2.680 Euro. Die geringere Steuerlast im Vergleich zum Fondssparplan resultiert in dem Fall vor allem aus der eher anleihedominierten Anlagestruktur.

## 3.2. AUSWIRKUNGEN AUF EINZELNE UNTERNEHMEN

Als ebenfalls gravierend stellen sich die Belastungen aus der Finanztransaktionssteuer für unterschiedliche Musterunternehmen dar. Hierfür haben wir eine große deutsche Aktiengesellschaft und einen typischen großen deutschen Mittelständler analysiert. Da diese aber anders als bei den Privatanleger-Mustertfällen nicht auf Grundlage öffentlich verfügbarer Daten ermittelt werden können, basieren sie auf eigenen Annahmen.\*

### ABBILDUNG 10: BESCHREIBUNG DER BEISPIELHAFT ANALYSIERTEN MUSTERUNTERNEHMEN

MUSTERUNTERNEHMEN		
<p><b>Die deutsche Global AG,</b> 45 Mrd. Euro Umsatz</p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Die deutsche Global AG ist weltweit aktiv und zeichnet sich durch eine intensive Nutzung des Kapitalmarktes für Absicherungszwecke sowie für die Finanzierung und das Liquiditätsmanagement aus.</li> </ul>
<p><b>Der exportorientierte Mittelständler,</b> 2,8 Mrd. Euro Umsatz</p>		<ul style="list-style-type: none"> <li>Der große, exportorientierte Mittelständler ist ebenfalls weltweit aktiv und nutzt Derivate zur Risikoabsicherung. Für Finanzierung und Liquiditätsmanagement greift er aber hauptsächlich auf Kredite von und Einlagen bei der Hausbank zurück.</li> </ul>

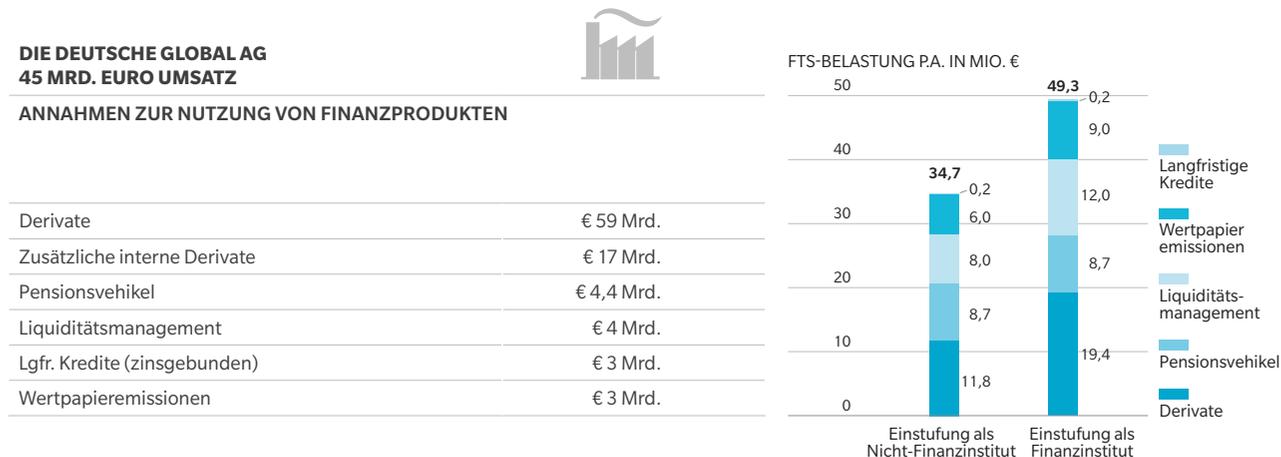
Die Musterunternehmen vermitteln eine Vorstellung, warum sich die Wirkung der Finanztransaktionssteuer unternehmensindividuell deutlich unterscheiden kann. Ein weltweit aktives Großunternehmen (Global AG) zeichnet sich regelmäßig durch eine intensive Nutzung des Kapitalmarktes für Absicherungszwecke sowie für die Finanzierung und das Liquiditätsmanagement aus. Sie müsste unter den in Abbildung 11 genannten Annahmen zur Nutzung bestimmter Finanzprodukte mit Finanztransaktionssteuerkosten in Höhe von knapp 35 Mio. Euro (keine Einstufung als Finanzinstitut) bis rund 49 Mio. Euro (Einstufung als Finanzinstitut) rechnen. Die Belastung resultiert dabei vor allem aus der Besteuerung von Derivaten zur Absicherung eigener Zins- und Währungsrisiken sowie zu etwa gleichen Teilen aus der Besteuerung von Pensionsvehikeln, der Emission von Commercial Papers und ABS sowie sonstigen Wertpapieranlagen, vor allem im Liquiditätsmanagement.

\* Siehe im Detail Anhang 1. Methodik und Datengrundlage

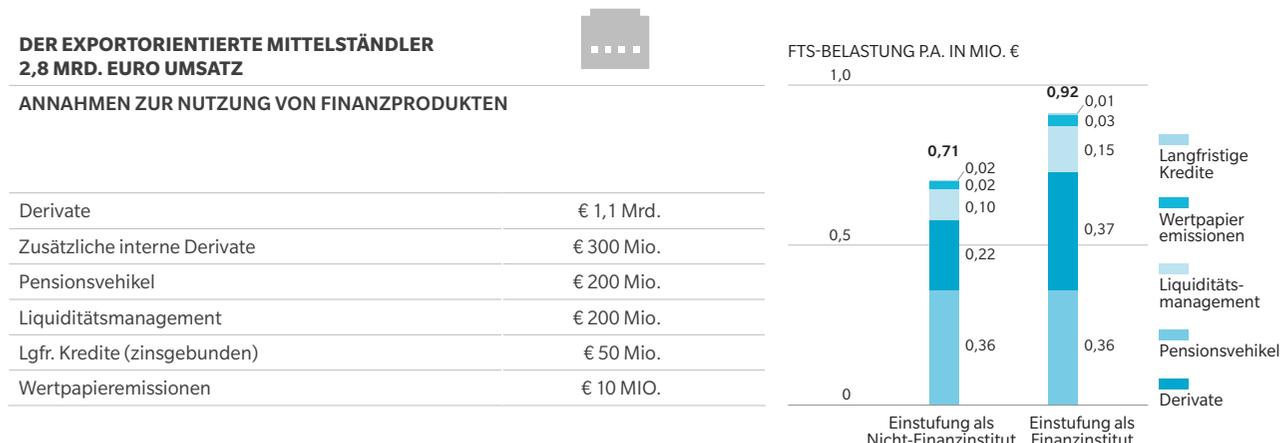
Demgegenüber schlagen bei einem typischen großen, exportorientierten Mittelständler (Abbildung 12) Finanztransaktionssteuerkosten in Höhe von 0,7 Mio. bis 0,9 Mio. Euro zu Buche, die zu einem größeren Teil aus dem Derivateinsatz stammen. Da große Mittelständler für die Finanzierung und das Liquiditätsmanagement in der Regel deutlich stärker auf die Hausbank zurückgreifen, fallen entsprechend weniger Kosten für die Emission von Wertpapieren und ein wertpapiergestütztes Liquiditätsmanagement an.

Während die Global AG sich aufgrund ihres weltweiten Firmengeflechts und ihres Zugangs zum Kapitalmarkt in verschiedenen Ländern zumindest teilweise der FTS entziehen könnte, steht dem Mittelständler diese Option in der Regel nicht zur Verfügung. Die Entziehung resultiert jedoch in weiteren, vom Gesetzgeber nicht beabsichtigten Negativeffekten für die Realwirtschaft, wie zum Beispiel einer Standortverlagerung und grundsätzlich geringeren Standortattraktivität.

**ABBILDUNG 11: JÄHRLICHE BELASTUNG AUS DER FINANZTRANSAKTIONSSTEUER FÜR EIN MUSTERUNTERNEHMEN**



**ABBILDUNG 12: JÄHRLICHE BELASTUNG AUS DER FINANZTRANSAKTIONSSTEUER FÜR EIN MUSTERUNTERNEHMEN**



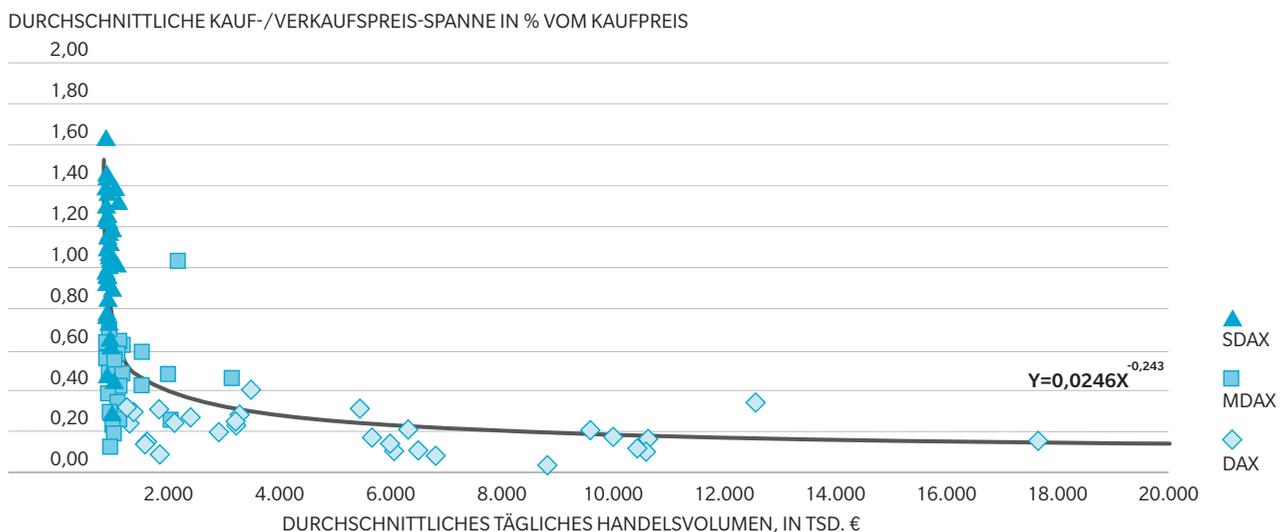
## 4. SEKUNDÄRE LIQUIDITÄTSEFFEKTE DER FINANZTRANSAKTIONSSTEUER: ERHÖHUNG DER TRANSAKTIONSKOSTEN

Zusätzlich zur direkten Steuerbelastung gehen wir davon aus, dass die Finanztransaktionssteuer zu einem Rückgang der Marktliquidität und damit einer Erhöhung der Transaktionskosten führen wird.

Um diese Sekundärwirkung auf die Transaktionskosten im Aktien-, Anleihen- und Derivatehandel zu beziffern, haben wir das Verhältnis der aktuellen Transaktionskosten (das heißt die durchschnittliche Kauf-/Verkaufspreis-Spanne in Prozent vom Kaufpreis)<sup>16</sup> zwischen liquiden und weniger liquiden Titeln in Deutschland dargestellt. Dafür bedienen wir uns einer Stichprobe von liquiden und weniger liquiden Wertpapieren, im Fall des Aktienhandels aus den drei geläufigsten deutschen Indizes: DAX (hohe Liquidität), MDAX (mittlere Liquidität) und SDAX (geringere Liquidität).

Die Analyse zeigt für alle Produkte eine klare Beziehung zwischen den Transaktionskosten (das heißt der durchschnittlichen Kauf-/Verkaufspreis-Spanne in Prozent vom Kaufpreis) und dem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen<sup>17</sup>: Je spezifischer das Produkt, desto illiquider ist der Markt und desto höher sind die Transaktionskosten. Die Beziehung lässt sich in Form einer Trendkurve darstellen (siehe Abbildung 13 für das Beispiel des deutschen Aktienmarkts). Auf Basis dieser Kurve haben wir die erwartete Erhöhung der Transaktionskosten nach Einführung der Finanztransaktionssteuer und dem dazugehörigen Rückgang der Handelsvolumina berechnet.

ABBILDUNG 13: DURCHSCHNITTLICHE KAUF-/VERKAUFSPREIS-SPANNE UND AKTIENHANDELSVOLUMEN, DEUTSCHLAND 2012



16 Die Kauf-/Verkaufspreis-Spanne ist definiert als Differenz aus Verkaufspreis und Kaufpreis. Die Differenz wurde dann dividiert durch den Kaufpreis, um eine Vergleichbarkeit der Ergebnisse herbeizuführen.

17 Berücksichtigt wurden nur in 2012 an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelte Aktien der genannten Indizes (Datastream).

Insgesamt unterstellen wir bei Aktien und Anleihen einen Rückgang der Handelsvolumina um 10 bis 25 Prozent und bei Derivaten um 40 bis 70 Prozent. Bezogen auf die Gesamthandelsvolumina in Deutschland in 2012 ergibt sich eine Bandbreite an zusätzlichen Transaktionskosten in Höhe von etwa 90 Mio. bis 200 Mio. Euro<sup>18</sup> für Aktien. Auf Basis ähnlicher Trendkurven lassen sich bei Anleihen Effekte in Höhe von etwa 880 Mio. bis rund 2,1 Mrd. Euro<sup>19</sup>, im Zinsderivatehandel von etwa 900 Mio. bis 1,2 Mrd. Euro<sup>20</sup> und im Währungsderivatehandel von etwa 120 bis 300 Mio. Euro abschätzen.

Allerdings weisen wir ausdrücklich darauf hin, dass die hier aufgezeigten Sekundäreffekte nur eine sehr grobe Annäherung an die tatsächlich zu erwartenden Effekte darstellen. Letztere sind stark abhängig vom jeweils gehandelten Produkt und der zukünftigen Marktliquidität. Ferner variieren die Ergebnisse stark, je nachdem, welche Datenbasis bei der Analyse unterstellt wird und inwieweit Extremwerte in die Berechnung einbezogen werden. Wir haben hier einen gemäßigten und um Extremwerte bereinigten Ansatz verfolgt und sind der Auffassung, dass unsere Ergebnisse die tatsächlich zu erwartende Erhöhung der Transaktionskosten eher unterschätzen.

Überdies treffen die Effekte der FTS nicht alle Unternehmen und Segmente der jeweiligen Märkte gleichermaßen. Bei weniger liquiden Aktien und Anleihen kann ein weiterer Liquiditätsrückgang leicht zum kompletten Austrocknen des Marktes führen. Wir befürchten ein solches Austrocknen beispielsweise für den Markt für kurzfristige Unternehmensanleihen (Commercial Papers), bei denen der Zins bzw. der Zinsabstand zu vergleichbaren Bankeinlagen von der FTS komplett aufgezehrt würde.

18 Reduziertes Aktienvolumen x durchschnittliche Kauf-/Verkaufspreis-Spanne in Prozent vom Kaufpreis x erwartete Erhöhung der Kauf-/Verkaufspreis-Spanne.

19 Reduziertes Anleihevolumen x durchschnittliche Kauf- / Verkaufspreis-Spanne in Prozent vom Kaufpreis x erwartete Erhöhung der Kauf- / Verkaufspreis-Spanne.

20 Von deutschen Unternehmen gehandelte Derivate in 2012 x durchschnittliche G/B-Spanne in Prozent von Kaufpreis x erwartete Erhöhung der G/B-Spanne.

## 5. ABSCHLIESSENDE BETRACHTUNG

Der Vorschlag der Europäischen Kommission zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer vom 14. Februar 2013 widerspricht der politischen Absichtserklärung, Privatanleger und Unternehmen nicht zu belasten.

Unsere Studie zeigt, dass selbst unter den von uns getroffenen konservativen Annahmen die steuerbedingten Zusatzkosten von rund 5 Mrd. bis 7,3 Mrd. Euro p. a. für Privatanleger und Unternehmen signifikant hoch sind.

Damit steht die FTS nicht nur diametral im Widerspruch zu den erklärten politischen Zielen, den Privatanleger und die Unternehmen nicht zu treffen. Sie steht auch im Widerspruch zur vermögenspolitischen Notwendigkeit, bei nachlassender Leistungsfähigkeit der gesetzlichen Rentenversicherung die private und betriebliche Altersvorsorge auszubauen. Wie wir gezeigt haben, wird bei einem typischen Riester-Fondssparplan die staatliche Förderung in Höhe von 4.620 Euro allein durch die Steuerzahlung nahezu komplett aufgezehrt. Nimmt man die entgangene Rendite auf geleistete Steuerzahlungen hinzu, summiert sich der Gesamteffekt auf 7.600 Euro. Die durchschnittliche jährliche Rente reduziert sich von 3.790 Euro um jährlich 380 Euro auf nur noch 3.410 Euro. Auch andere, nicht staatlich geförderte Instrumente der privaten Altersvorsorge – u. a. die Anlage in Aktien oder Investmentfonds oder die kapitalbildende Lebensversicherung – werden von der FTS deutlich belastet. Gleiches gilt für die betriebliche Altersvorsorge.

Zudem belastet die FTS das Risiko-, Finanzierungs- und Liquiditätsmanagement der Unternehmen. Da auch die Kapitalmarktfinanzierung direkt und indirekt von der Einführung der FTS betroffen ist, verteuert sich die Unternehmensfinanzierung. Gerade für mittelständische Unternehmen wird es künftig schwerer, den Kapitalmarkt vermehrt zu nutzen und damit die Unternehmensfinanzierung stärker zu diversifizieren. Das politische Ziel, dem Mittelstand den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern, wird dadurch konterkariert. Überdies werden die immensen steuerinduzierten Zusatzkosten, die mit dem Derivateinsatz verbunden sind, den Einsatz dieser Absicherungsinstrumente einschränken und damit die Risiken der Unternehmen tendenziell erhöhen.

Den Schaden hat insbesondere die deutsche exportorientierte Wirtschaft, die u. a. zur Absicherung von Wechselkursschwankungen auf diese Instrumente mehr denn je angewiesen ist. Der sogenannte „Natural Hedge“, bei dem zur Vermeidung von Wechselkursrisiken die Produktionsstätte und Arbeitsplätze in das Land verlagert werden, in dem auch der Absatz der Produkte erfolgt, stellt keine Option dar, die politisch gewollt sein kann.

Die Finanztransaktionssteuer ist damit eindeutig nicht zielführend, sondern schädlich, und damit abzulehnen.

# ANHANG 1. METHODIK UND DATENGRUNDLAGE

Grundlage der Analyse bildet das Konzept der Finanztransaktionssteuer der Europäischen Kommission vom 14. Februar 2013.

In dieser Studie werden sowohl die Primärwirkungen als auch die Sekundärwirkungen dieses Steuerkonzepts untersucht.

## PRIMÄRWIRKUNGEN

Unter Primärwirkungen verstehen wir die Wirkungen, die auf private Haushalte und Unternehmen zukommen, wenn sich deren Verhalten durch die Einführung der Steuer nicht verändert. Außerdem unterstellen wir durchgängig, dass die steuerbedingten Kosten einer Finanzdienstleistung oder einer Finanztransaktion vom Finanzsektor auf die Unternehmen und Privatanleger überwältzt werden.

Beide Annahmen sind plausibel, weil private Haushalte und Unternehmen einen gegebenen Bedarf an kapitalmarktorientierten Finanzprodukten haben, der sich durch die Steuer nicht verändert, vielfach vertraglich langfristig an bestimmte Produkte gebunden sind (etwa kapitalbildende Lebensversicherungen) und der Steuer geografisch und auf andere Weise schlecht ausweichen können.

Bei der Berechnung der Mehrbelastung aus der FTS berücksichtigen wir zunächst die direkten Effekte aus der unmittelbaren Geschäftsbeziehung zwischen dem Endkunden und einem steuerpflichtigen Finanzinstitut. Darüber hinaus berücksichtigen wir steuerliche Kaskadeneffekte, soweit diese den Endkunden zugerechnet werden können. Kaskadeneffekte entstehen dadurch, dass eine Finanztransaktion häufig notwendigerweise nachgelagerte Transaktionen auslöst, die ihrerseits wiederum steuerpflichtig sind. Anders als die deutsche Mehrwertsteuer sieht das Konzept der Finanztransaktionssteuer nur bedingt die Möglichkeit des Vorsteuerabzugs vor. Zwar gibt es in Art. 10 (2) die Regelung, dass ein Finanzinstitut keine Steuer abführen muss, wenn die Transaktion „im Namen oder für Rechnung eines anderen Finanzinstituts“ durchgeführt wird. Diese Regelung greift aber z. B. im Börsenhandel nicht, da die Kundenaufträge i. d. R. über eine zentrale Gegenpartei ausgeführt werden. Einen ähnlichen Effekt gibt es auch im OTC-Derivatehandel der Unternehmen zur Absicherung von operativen Risiken gegen Wechselkurs-, Zins- und Rohstoffpreisrisiken. Hier ist zum einen der direkte Absicherungsvertrag mit der Bank steuerpflichtig; darüber hinaus geben die Banken regelmäßig Teile des übernommenen Risikos an dritte Marktteilnehmer durch einen eigenen Derivatvertrag weiter, der ebenfalls steuerpflichtig ist.

Während wir diese beiden Grundannahmen durchgängig verwenden, unterscheiden sich die methodischen Details der einzelnen Kapitel.

Für die Abschätzung der volkswirtschaftlichen Gesamtbelastung auf Jahresbasis für Privatanleger (Kapitel 2.1) und Unternehmen (Kapitel 2.2) wird zunächst für jedes Produkt modelliert, wo und wie oft die FTS typischerweise erhoben wird.

Das relevante Transaktionsvolumen in dem jeweiligen Produkt wird auf Grundlage öffentlicher oder anderweitiger Quellen ermittelt bzw. geschätzt.

So stützt sich die Analyse der Wirkungen auf die privaten Haushalte (Kapitel 2.1) im Wesentlichen auf aggregierte Zahlen der Deutschen Bundesbank zur Vermögensstruktur sowie des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft zur Anlagestruktur der Versicherer, die an einzelnen Stellen um Daten des BVI und des VVG sowie weitere produktspezifische Daten ergänzt werden.

Für die Analyse des Unternehmenssektors (Kapitel 2.2) greifen wir im Wesentlichen auf aggregierte Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (Derivatebestände und -handel), von Schwind (2013) (Assets der Pensionsvehikel) sowie ebenfalls der Deutschen Bundesbank (Emissionen von Commercial Papers) zurück.

Datenlücken werden in beiden Fällen durch eigene Schätzungen reduziert oder geschlossen. Für die Analyse der Wirkungen im Unternehmenssektor spielen dabei unternehmensindividuelle Angaben eine besondere Rolle, die das Deutsche Aktieninstitut (2013) bereits für einen ähnlichen Zweck erhoben hat. Alle Berechnungen werden zudem ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten der Produkthanbieter (Ausgabeaufschläge, Verwaltungsgebühren usw.) durchgeführt.

Für die Wertpapierbestände der Haushalte, der Versicherungsgesellschaften, der Investmentfonds sowie der Vehikel der betrieblichen Altersvorsorge werden zudem Annahmen getroffen, in welchem Umfang diese Bestände pro Jahr umgeschichtet werden, um sie in steuerpflichtige Wertpapiertransaktionen umzurechnen. Dabei greifen wir zum einen auf Daten von Kaserer (2013) zurück. Andere Umschlagshäufigkeiten werden von uns geschätzt, wobei wir ein konservatives Szenario mit sehr geringen Umschlagshäufigkeiten und ein gemäßigttes Szenario mit etwas höheren Umschlagshäufigkeiten unterscheiden. Da eine Umschichtung sowohl den Kauf als auch den Verkauf von Wertpapieren bedeutet, fließt die Umschlagshäufigkeit doppelt in die Berechnungen zur Steuerlast ein. Wird also in den nachfolgenden detaillierten Tabellen bspw. von sechs Steueranfällen gesprochen, so bedeutet dies, dass bei einer Umschichtung dreimal FTS für den Verkauf und dreimal für den anschließenden Kauf zu entrichten ist. Sofern Daten zum Gesamtvolumen der Zuführungen zu den jeweiligen Produkten existieren, wurde für diese zudem eine eigene Transaktionskette mit anschließendem Umschlag unterstellt.

Die Analysen aus Kapitel 3 nutzen die gleichen Transaktionsketten und Grundannahmen wie die Berechnungen in Kapitel 2.

Datenbasis für die Ermittlung der durchschnittlichen FTS-Belastungen typischer Haushalte ist eine Untersuchung der Deutschen Bundesbank (2013) zur Vermögensstruktur, auf die jeweils eine typische Transaktionskette und typische Renditeerwartungen angewendet wurden. Bei der Familie haben wir ein Lebensalter von Mitte 30, für den deutschen Durchschnittshaushalt von Anfang 40 und für die Pensionärin von Ende 60 Jahren angenommen. Für jeden Haushalt haben wir dann die vorhandenen Produkte in ihrer jeweiligen Höhe herangezogen und berechnet, wie hoch die Belastung aus der Finanztransaktionssteuer in diesem Jahr wäre. Es wurden sowohl der direkt abzuführende Steuereffekt als auch der entgangene Kapitalzuwachs auf die geleistete Steuer berücksichtigt. Die daraus resultierenden Steuerbelastungen auf Produktebene wurden zu einer jährlichen Gesamtbelastung für jeden Haushalt aufaddiert. Vergleicht man das auf diesem Weg erzielte Ergebnis für den Durchschnittshaushalt (48 bis 62 Euro) mit der von uns berechneten jährlichen steuerlichen Belastung für alle privaten Haushalte geteilt durch die Anzahl aller deutschen Haushalte (2,6 bis 3,6 Mrd. Euro geteilt durch 40,4 Mio.), so ergibt sich eine leichte Abweichung (64 bis 89 Euro). Dies ist auf die unterschiedliche Datenbasis zurückzuführen. Bei dem von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten durchschnittlichen Finanzvermögen handelt es sich um Werte, welche in einer Umfrage unter 3.565 deutschen Haushalten zwischen September 2010 und Juli 2011 ermittelt und für den Gesamtmarkt hochgerechnet wurden.

Eine methodische Sonderstellung hat auch die Ermittlung der Gesamtbelastung aus einem Riester-Fondssparplan sowie einer kapitalbildenden Lebensversicherung über die gesamte Produktlaufzeit. Die Durchschnittswerte zum jährlichen Sparbetrag und zur Laufzeit stammen jeweils aus externen Quellen. Zu den Renditen von verschiedenen Assetklassen treffen wir dagegen eigene Annahmen, die in den Anhangtabellen wiedergegeben sind.

Der Ermittlung der durchschnittlichen FTS-Belastung der beiden Musterunternehmen („Global AG“, „exportorientierter Mittelständler“) liegen dagegen eigene Annahmen und Erfahrungswerte zugrunde.

## SEKUNDÄRWIRKUNGEN

Sekundärwirkungen sind die Wirkungen, die sich aus einer Anpassung der Finanzmarktteilnehmer an die Finanztransaktionssteuer ergeben. Die Studie versucht, einen Ausschnitt der Sekundärwirkungen in Kapitel 4 zu quantifizieren.

Dort geht es um die Effekte, die ein durch eine Finanztransaktionssteuer erzeugter Liquiditätsentzug auf die direkten Transaktionskosten (Kauf-/Verkaufspreis-Spannen) auf den Märkten für Aktien, Anleihen und Derivate hätte. Die Quantifizierung dieser Effekte ist insgesamt mit großen methodischen und faktischen Schwierigkeiten verbunden, sodass die in der Studie präsentierten Ergebnisse einen indikativen Charakter haben (siehe hierzu im Detail Anhang 5. Berechnung der sekundären Liquiditätseffekte und Erhöhung der Transaktionskosten).

Wir addieren diese Effekte zudem bewusst nicht zu den Primäreffekten aus Kapitel 2 hinzu. Dennoch kann mit einiger Berechtigung davon ausgegangen werden, dass auch diese Zusatzkosten tendenziell von immobilien Marktteilnehmern zu tragen wären, für die ein geografisches oder sonstiges Ausweichen der Finanztransaktionssteuer zu kostspielig wäre und die auf die von ihnen genutzten Kapitalmarktprodukte auch dann nicht verzichten würden, wenn sie mit einer Finanztransaktionssteuer belegt sind.

## KONSERVATIVE SCHÄTZUNGEN

Unsere Schätzung der Mehrbelastung durch die FTS für Privatanleger und Unternehmen halten wir insgesamt für konservativ.

In Zweifelsfällen haben wir uns regelmäßig sowohl bei der Schätzung des für die Bemessung der FTS relevanten Transaktionsvolumens als auch bei der Anzahl der unterstellten Kaskadeneffekte für die Variante entschieden, die zu niedrigeren Ergebnissen führt. Die in Kapitel 2 dargelegten Szenarien sollten daher nicht in der Form missverstanden werden, dass das „konservative“ Szenario eine Untergrenze der Belastung darstellt, das „gemäßigte“ die Obergrenze. Wir untersuchen zudem nur Primäreffekte aus der Finanztransaktionssteuer, die sich unmittelbar aus einem Kundengeschäft ergeben. Primäreffekte, die sich aus den Eigenhandelsaktivitäten und der Eigenrisikoabsicherung von Finanzinstituten ergeben, bleiben unberücksichtigt – es sei denn, sie können unmittelbar einem Kundengeschäft zugeordnet werden.

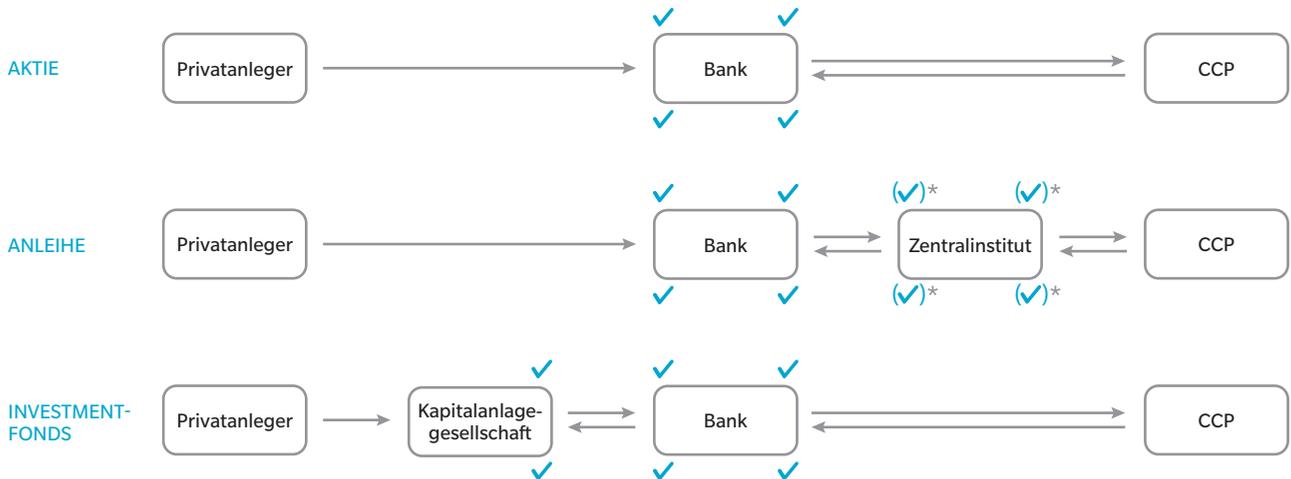
Die tatsächlichen Kosten der Finanztransaktionssteuer dürften daher in der Realität durchaus höher ausfallen als in dieser Studie ermittelt.

Auf den folgenden Seiten werden die wesentlichen Annahmen und Datengrundlagen der Analyse für jedes Finanzprodukt im Detail dargelegt.

# ANHANG 2. BERECHNUNG DER AUSWIRKUNGEN AUF PRIVATE HAUSHALTE

## PRODUKT NR. 1: WERTPAPIERDEPOT

ABBILDUNG 14: ERHEBUNG DER FTS FÜR EIN TYPISCHES WERTPAPIERDEPOT (SCHEMATISCHE DARSTELLUNG)



\* Vor allem im Sparkassen- und Genossenschaftssektor relevant, daher Mischkalkulation (durchgängig)

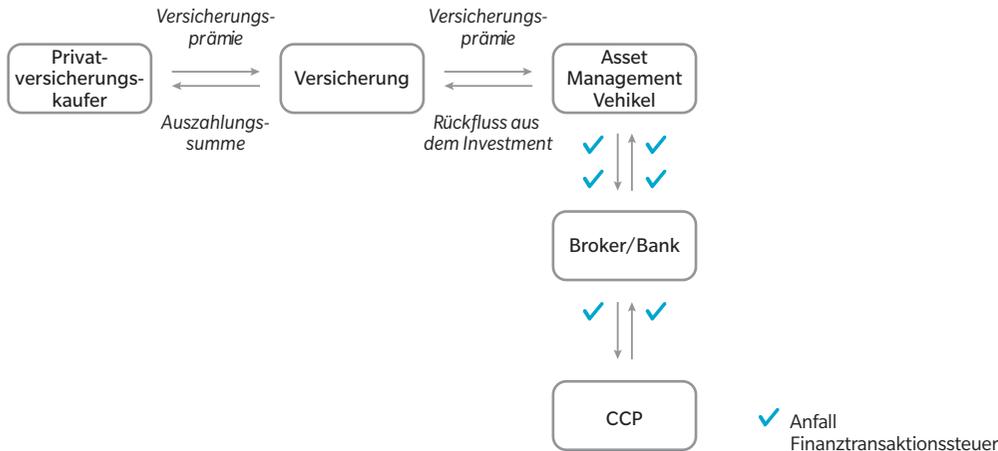
✓ Anfall Finanztransaktionssteuer

DATEN UND ANNAHMEN		
ART DER ZUGRUNDE LIEGENDEN DATEN	DATEN UND ANNAHMEN FÜR ANALYSE GESAMTMARKT 2011/2012	QUELLE
Finanztransaktionssteuersatz (Aktien, Anleihen)	0,1 %	Europäische Kommission (2013a)
Geldvermögen der deutschen Privatanleger, Durchschnittliches Depotvermögen	Investmentsumme: 864 Mrd. Euro Depotvermögen: 34.865 Euro (Durchschnitt)	Deutsche Bundesbank (2012), BVI (2012b)
Anzahl der deutschen Wertpapierdepots 2012	24,8 Mio. Euro	Deutsche Bundesbank (2012)
Unterstellte Anlagestruktur	Aktien: 26 %/Anleihen 29%/Investmentfonds: 46 % (Aktienfonds: 33 %, Anleihefonds: 32 %, Misch- und sonstige Fonds: 23 %, offene Immobilienfonds: 11 %)	BVI (2012b)
Durchschnittliche Umschlagshäufigkeit nach Assetklassen:	Konservatives Szenario Aktien: 0,2 x Anleihen: 0,2 x  Gemäßigtes Szenario Aktien: 0,4 x Anleihen: 0,3 x  Aktienfonds: 0,86 x, Anleihefonds: 0,54 x, Misch- und sonstige Fonds: 0,59 x	Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme basierend auf Kaserer (2013)
Durchschnittliche Rendite nach Assetklassen	Aktien: 6 %, Anleihen: 3 %, Misch- und sonstige Fonds: 4,5 %, Immobilienfonds 3 %	Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme
Anfall Finanztransaktionssteuer per Umschichtung (ohne Zuführungen)	Aktien: 4 x, Anleihen: 6 x, Investmentfonds: 6 x	Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme

Unter Berücksichtigung der hier dargestellten Häufigkeit, mit der die Finanztransaktionssteuer anfällt, und der aufgeführten Daten und Annahmen ergibt sich gemäß unseren Berechnungen eine Steuerbelastung für das Ende 2012 in Wertpapierdepots angelegte Vermögen (864 Mrd. Euro) in Höhe von 1,9 Mrd. Euro (im konservativen Szenario) und 2,2 Mrd. Euro (im gemäßigten Szenario).

## PRODUKT NR. 2: KAPITALLEBENSVERSICHERUNG

ABBILDUNG 15: ERHEBUNG DER FTS FÜR EINE KAPITALBILDENDE LEBENSVERSICHERUNG (SCHEMATISCHE DARSTELLUNG)



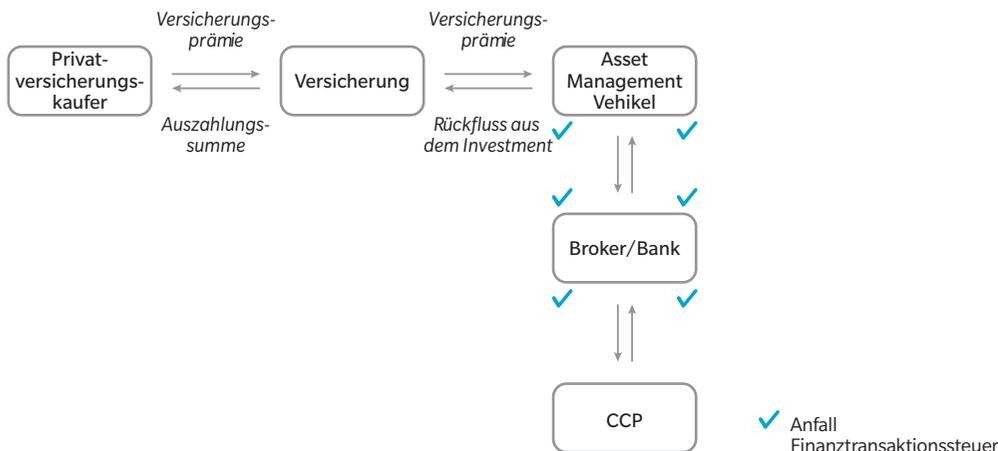
DATEN UND ANNAHMEN			
ART DER ZUGRUNDE LIEGENDEN DATEN	DATEN UND ANNAHMEN FÜR		QUELLE
	GESAMTMARKT 2011	PRODUKTLAUFZEIT	
Finanztransaktionssteuersatz (Aktien, Anleihen)	0,1 %		Europäische Kommission (2013a)
Kapitalanlage der Kapital-LV in 2011	633,4 Mrd. Euro		Deutsche Bundesbank (2012), GDV (2011)
Anzahl von Kapital-LV-Verträgen, 2011	70,2 Mio.		
Bruttobeiträge der Kapital-LV in 2011	50,9 Mrd. Euro		Abgeleitet aus GDV (2011)
Durchschnittliche Kapital-LV-Prämie, 2011	725 Euro		
Unterstellte Anlagestruktur <sup>21</sup>	Anleihen: 53%/Aktien: 3%/Immobilien: 4%/Sonstige: 40%		GDV (2012)
Durchschnittliche Umschlagshäufigkeit nach Assetklassen	Konservativen Szenario Anleihen: 0,3 x Aktien: 0,3 x	Gemäßigten Szenario Anleihen: 0,6 x Aktien: 0,6 x	Deutsches Aktieninstitut/ Oliver Wyman-Annahme basierend auf Kaserer (2013)
Durchschnittliche Rendite nach Assetklassen	Anleihen: 3%/Aktien: 6% Immobilien: 3%/Sonstige: 5 %		Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme
Anspar- und Auszahlungsphase	30 + 20 Jahre		Bundesverband Vermögensanlage, VVG Reformkommission
Anfall Finanztransaktionssteuer per Transaktion	3 x: Erstanlage/Auszahlung 6 x: Umschichtung		Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme

Unter Berücksichtigung der hier dargestellten Häufigkeit, mit der die Finanztransaktionssteuer anfällt, und der aufgeführten Daten und Annahmen ergibt sich gemäß unseren Berechnungen eine Steuerbelastung für das Ende 2011 in Kapitallebensversicherungen angelegte Vermögen in Höhe von 0,6 Mrd. Euro (im konservativen Szenario) und 1,2 Mrd. Euro (im gemäßigten Szenario).

<sup>21</sup> Konservative Annahme, da hier unterstellt wird, dass für den Anteil der Darlehen (26 %), die hier unter Sonstige inbegriffen sind, keine Finanztransaktionssteuer anfällt. In der Praxis dürfte jedoch ein erheblicher Anteil auf Inhaberschuldverschreibungen entfallen, für die durchaus FTS anfallen würde, siehe Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (GDV) (2012), „Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2012“, Berlin.

## PRODUKT NR. 3: RISIKO- UND BAUSPARRISIKOVERSICHERUNG

ABBILDUNG 16: ERHEBUNG DER FTS FÜR EINE RISIKO- UND BAUSPARRISIKOVERSICHERUNG (SCHEMATISCHE DARSTELLUNG)



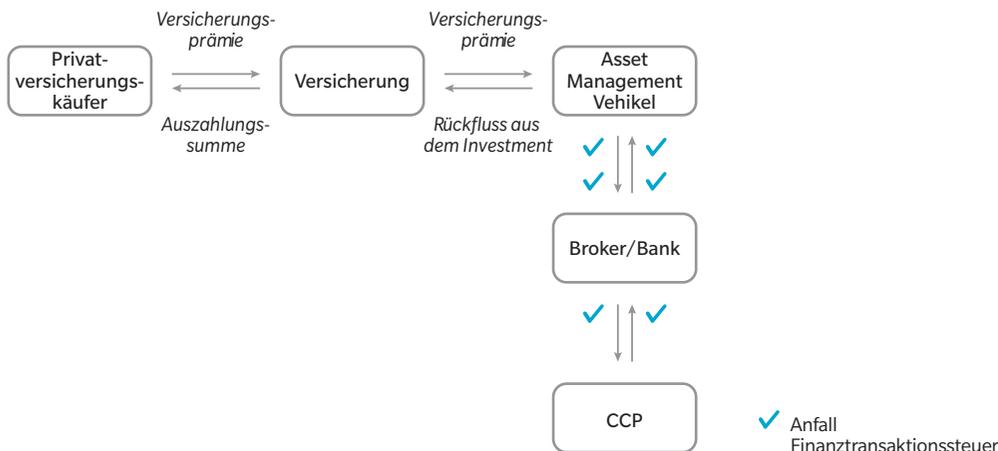
DATEN UND ANNAHMEN			
ART DER ZUGRUNDE LIEGENDEN DATEN	DATEN UND ANNAHMEN FÜR ANALYSE GESAMTMARKT 2011/2012		QUELLE
Finanztransaktionssteuersatz (Aktien, Anleihen)	0,1 %		Europäische Kommission (2013a)
Kapitalanlage der RisikoV & BausparrisikoV in 2011	48,1 Mrd. Euro		Deutsche Bundesbank (2012a), GDV (2011)
Anzahl von RisikoV- & BausparrisikoV-Verträgen, 2011	9,1 Mio.		Abgeleitet aus GDV (2011)
Bruttobeiträge der RisikoV & BausparrisikoV in 2011	3,8 Mrd. Euro		
Unterstellte Anlagestruktur <sup>22</sup>	Anleihen: 53 %/Aktien: 3 % Immobilien: 4 %/Sonstige: 40 %		GDV (2012)
Durchschnittliche Umschlagshäufigkeit nach Assetklassen	Konservatives Szenario Anleihen: 0,3 x Aktien: 0,3 x	Gemäßigtes Szenario Anleihen: 0,6 x Aktien: 0,6 x	Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme basierend auf Kaserer (2013)
Durchschnittliche Rendite nach Assetklassen	Anleihen: 3 %/Aktien: 6 % Immobilie: 3 %/Sonstige: 4,5 %		Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme
Anfall Finanztransaktionssteuer per Transaktion	3 x: Erstanlage/Auszahlung 6 x: Umschichtung		Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme

Unter Berücksichtigung der hier dargestellten Häufigkeit, mit der die Finanztransaktionssteuer anfällt, und der aufgeführten Daten und Annahmen ergibt sich gemäß unseren Berechnungen eine Steuerbelastung für das Ende 2011 in Risikolebensversicherungen angelegte Vermögen in Höhe von 47 Mio. Euro (im konservativen Szenario) und 93 Mio. Euro (im gemäßigten Szenario).

<sup>22</sup> Konservative Annahme, da hier unterstellt wird, dass für den Anteil der Darlehen (26 %), die hier unter Sonstige inbegriffen sind, keine Finanztransaktionssteuer anfällt. In der Praxis dürfte jedoch ein erheblicher Anteil auf Inhaberschuldverschreibungen entfallen, für die durchaus FTS anfallen würde, siehe Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (GDV) (2012), „Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2012“, Berlin.

## PRODUKT NR. 4: RIESTER-LEBENSVERSICHERUNG

ABBILDUNG 17: ERHEBUNG DER FTS FÜR EINE RIESTER-LEBENSVERSICHERUNG (SCHEMATISCHE DARSTELLUNG)



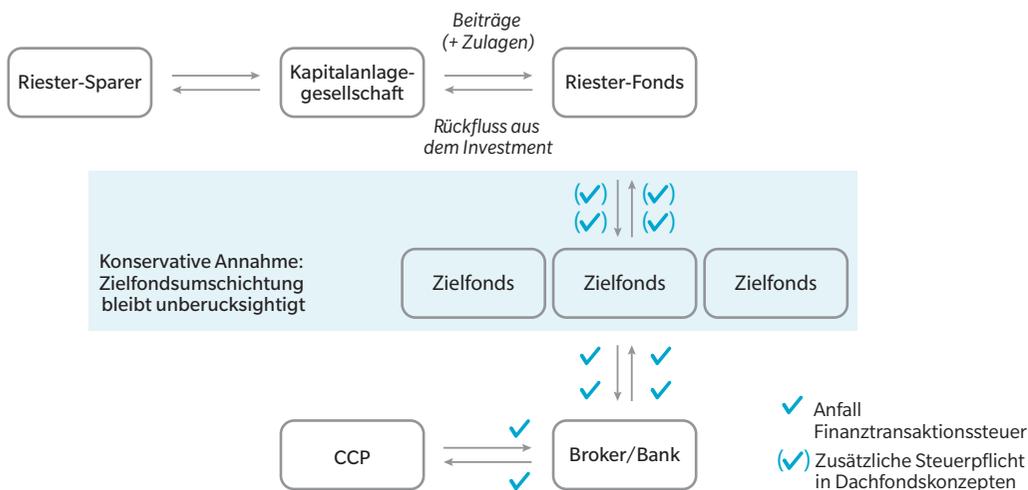
DATEN UND ANNAHMEN			
ART DER ZUGRUNDE LIEGENDEN DATEN	DATEN UND ANNAHMEN FÜR		QUELLE
	GESAMTMARKT 2011	PRODUKTLAUFZEIT	
Finanztransaktionssteuersatz (Aktien, Anleihen)	0,1 %		Europäische Kommission (2013a)
Kapitalanlage der Riester-LV in 2011	44 Mrd. Euro		Deutsche Bundesbank (2012), GDV (2011)
Anzahl von Riester-LV-Verträgen, 2011	10,3 Mio.		
Bruttobeiträge der Riester-LV in 2011	5,4 Mrd. Euro		Abgeleitet aus GDV (2011)
Durchschnittliche Riester-LV-Prämie, 2011	487 Euro		
Unterstellte Anlagestruktur <sup>23</sup>	Anleihen: 53 % / Aktien: 3 % Immobilien: 4 % / Sonstige: 40 %		GDV (2012)
Durchschnittliche Umschlagshäufigkeit nach Assetklassen	Konservativen Szenario Anleihen: 0,3 x Aktien: 0,3 x	Gemäßigten Szenario Anleihen: 0,6 x Aktien: 0,6 x	Deutsches Aktieninstitut/ Oliver Wyman-Annahme basierend auf Kaserer (2013)
Durchschnittliche Rendite nach Assetklassen	Anleihen: 3 % / Aktien: 6 % Immobilie: 3 % / Sonstige: 4,5 %		Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme
Anspar- und Auszahlungsphase	30 + 20 Jahre		Bundesverband Vermögensanlage, VVG Reformkommission
Anfall Finanztransaktionssteuer per Transaktion	3 x: Erstanlage/Auszahlung 6 x: Umschichtung		Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme

Unter Berücksichtigung der hier dargestellten Häufigkeit, mit der die Finanztransaktionssteuer anfällt, und der aufgeführten Daten und Annahmen ergibt sich gemäß unseren Berechnungen eine Steuerbelastung für das in 2011 in Riester-geförderten Lebensversicherungen angelegte Vermögen in Höhe von 42 Mio. Euro (im konservativen Szenario) und 84 Mio. Euro (im gemäßigten Szenario).

<sup>23</sup> Konservative Annahme, da hier unterstellt wird, dass für den Anteil der Darlehen (26 %), die hier unter Sonstige inbegriffen sind, keine Finanztransaktionssteuer anfällt. In der Praxis dürfte jedoch ein erheblicher Anteil auf Inhaberschuldverschreibungen entfallen, für die durchaus FTS anfallen würde, siehe Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (GDV) (2012), „Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2012“, Berlin.

# PRODUKT NR. 5: RIESTER-FONDSSPARPLAN

ABBILDUNG 18: ERHEBUNG DER FTS FÜR EINEN RIESTER-FONDSSPARPLAN (SCHEMATISCHE DARSTELLUNG)

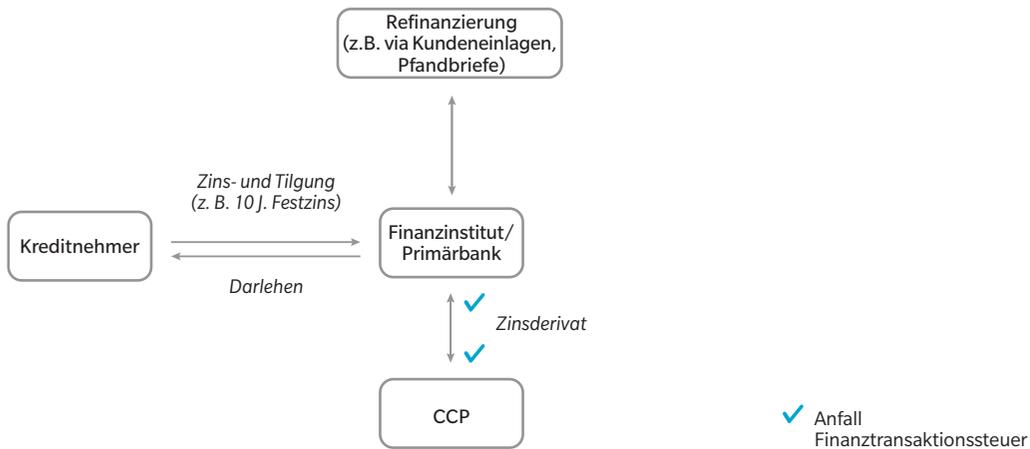


DATEN UND ANNAHMEN			
ART DER ZUGRUNDE LIEGENDEN DATEN	DATEN UND ANNAHMEN FÜR		QUELLE
	GESAMTMARKT 2011	PRODUKTLAUFZEIT	
Finanztransaktionssteuersatz (Aktien, Anleihen)		0,1 %	Europäische Kommission (2013a)
Kapitalanlage der Riester-FSP in 2012	12,6 Mrd. Euro		BVI (2012a)
Anzahl von Riester-FSP-Verträgen, 2012		3,0 Mio.	
Bruttobeiträge der Riester-FSP, 2012		2,4 Mrd. Euro	Abgeleitet aus BVI (2012a) und AbA (2013)
Durchschnittliche Riester-FSP-Prämie		803 Euro	AbA (2013)
Unterstellte Anlagestruktur	Aktienfonds: 40 %, Anleihefonds: 39 %, Mischfonds: 21 %		BVI (2012b)
Durchschnittliche Umschlagshäufigkeit nach Assetklassen	Anleihefonds: 0,54 x Aktienfonds: 0,86 x Mischfonds: 0,59 x		Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme basierend auf Kaserer (2013)
Durchschnittliche Rendite nach Assetklassen	Anleihen: 3 %/Aktien: 6 % Mischfonds: 4,5 %		Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme
Anspar- und Auszahlungsphase		30 + 20 Jahre	Bundesverband Vermögensanlage
Anfall Finanztransaktionssteuer per Transaktion	4 x: Erstanlage 6 x: Umschichtung <i>Anmerkung: Mischkalkulation unterstellt, da teilweise Anlage mittels Dachfondskonstrukt</i>		Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme

Unter Berücksichtigung der hier dargestellten Häufigkeit, mit der die Finanztransaktionssteuer anfällt, und der aufgeführten Daten und Annahmen ergibt sich gemäß unseren Berechnungen eine Steuerbelastung für das Ende 2012 in Riester-geförderten Fondssparplänen angelegte Vermögen in Höhe von 48 Mio. Euro.

## PRODUKT NR. 6: LANGFRISTIGE IMMOBILIENKREDITE

ABBILDUNG 19: ERHEBUNG DER FTS FÜR EINEN LANGFRISTIGEN IMMOBILIENKREDIT (SCHEMATISCHE DARSTELLUNG)



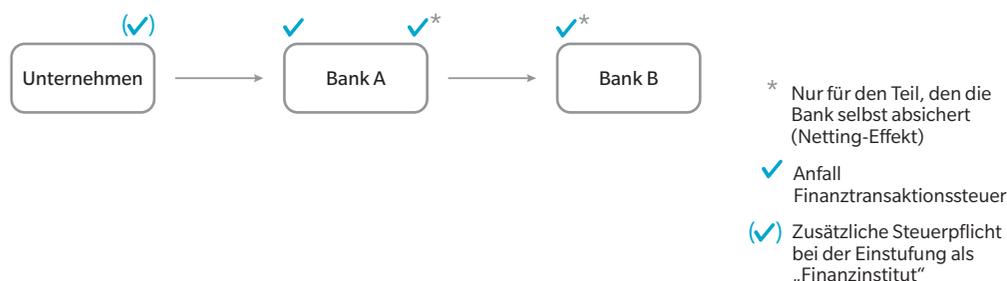
DATEN UND ANNAHMEN		
ART DER ZUGRUNDE LIEGENDEN DATEN	DATEN UND ANNAHMEN FÜR ANALYSE GESAMTMARKT 2011	QUELLE
Finanztransaktionssteuersatz (Derivate)	0,01 %	Europäische Kommission (2013a)
Durchschnittliches Immobilienkreditvolumen, Deutschland	113.000 Euro	Abgeleitet aus DSGVO (2011) und bbw (2006)
Bestandsvolumen Immobilienkredite in Deutschland 2012	1.055 Mrd. Euro	Deutsche Bundesbank (2012)
Durchschnittlicher Effektivzins Immobilienkredit	2,5 %	Abgeleitet aus der Deutschen Bundesbank (2013)
Durchschnittliche Festzinsbindung	10 Jahre	Abgeleitet aus DSGVO (2011) und bbw (2006)
Anzahl Zinsderivate während der Festzinslaufzeit	5	Oliver-Wyman-Annahme (etwa 1 x alle 2 Jahre Anpassung erforderlich)
Anfall Finanztransaktionssteuer per Derivat	2 x	Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme

Unter Berücksichtigung der hier dargestellten Häufigkeit, mit der die Finanztransaktionssteuer anfällt, und der aufgeführten Daten und Annahmen ergibt sich gemäß unseren Berechnungen eine Steuerbelastung für das Ende 2012 bestehende Volumen an Immobilienkrediten in Höhe von 58 Mio. Euro.

# ANHANG 3. BERECHNUNG DER AUSWIRKUNGEN AUF UNTERNEHMEN

## PRODUKT NR. 1: DERIVATE

ABBILDUNG 20: ERHEBUNG DER FTS FÜR EIN DERIVAT ZUR ABSICHERUNG OPERATIVER RISIKEN



DATEN UND ANNAHMEN		
ART DER ZUGRUNDE LIEGENDEN DATEN	DATEN UND ANNAHMEN	QUELLE
Finanztransaktionssteuersatz (Derivate)	0,01 % (auf Nominal)	Europäische Kommission (2013a)
Steuerpflichtiges Volumen abgeschlossener Derivate	4.823 Mrd. Euro	BIZ (2010a, 2010b, 2012) Mehrstufige eigene Hochrechnung <sup>24</sup> Keine Erfassung von Rohstoffderivaten
Anfall Finanztransaktionssteuer	3 x (4 x, wenn Einstufung als „Finanzinstitut“)	
Nettingeffekt aufseiten der sicherungsgebenden Bank A	50 %	

24 Von Unternehmen durchschnittlich täglich gehandeltes Volumen an Zins-/Währungsderivaten (US\$ 213 Mrd./US\$ 308 Mrd., BIS (2010)) hochgerechnet für 240 Handelstage in Deutschland (5,7 % BIP-Anteil). Wachstumsrate von 2010 bis 2012 abgeleitet aus den Veränderungen des Bestandsvolumens (-13 %/ -12 % Handelsrückgang bei Zins-/Währungsderivaten 2010-2012) sowie Berücksichtigung eines Abschlags um -20 % für öffentliche Kontrahenten bei Zinsderivaten. Umrechnung auf Basis des EUR/USD-Wechselkurses 1.2848 (Durchschnittskurs 2012).

## PRODUKT NR. 2: INTERNE DERIVATE

ABBILDUNG 21: ERHEBUNG DER FTS FÜR EIN INTERNES DERIVAT ZUR ABSICHERUNG OPERATIVER RISIKEN



DATEN UND ANNAHMEN		
ART DER ZUGRUNDE LIEGENDEN DATEN	DATEN UND ANNAHMEN	QUELLE
Finanztransaktionssteuersatz auf Derivate	0,01 % (auf Nominal)	Europäische Kommission (2013a)
Volumen interner Derivate in % von externen Derivaten	28 %	Eigene Berechnung auf Grundlage von Angaben von 16 Unternehmen nach Deutsches Aktieninstitut (2013)
Volumen abgeschlossener Derivate (extern)	4.823 Mrd. Euro	BIZ (2010a, 2010b, 2012) Mehrstufige eigene Hochrechnung <sup>25</sup>
Steuerpflichtiges Derivatevolumen (intern)	1.355 Mrd. Euro	Eigene Berechnung auf Basis der Einzelmeldungen von 16 Unternehmen (Deutsches Aktieninstitut 2013)
Anfall Finanztransaktionssteuer	1 x	Deutsches-Aktieninstitut-Annahme

Unter Berücksichtigung der hier dargestellten Häufigkeit, mit der die Finanztransaktionssteuer anfällt, und der aufgeführten Daten und Annahmen ergibt sich gemäß unseren Berechnungen eine Steuerbelastung auf das Volumen an internen & externen Derivaten in 2012 in Höhe von knapp 1,0 Mrd. Euro (bei Einstufung der Unternehmen als Nicht-Finanzinstitute) und 1,9 Mrd. Euro (bei Einstufung der Unternehmen als Finanzinstitute).

<sup>25</sup> Von Unternehmen durchschnittlich täglich gehandeltes Volumen an Zins-/Währungsderivaten (US\$ 213 Mrd./US\$ 308 Mrd., BIS (2010)) hochgerechnet für 240 Handelstage in Deutschland (5,7 % BIP-Anteil). Wachstumsrate von 2010 bis 2012 abgeleitet aus den Veränderungen des Bestandsvolumens (-13 %/-12 % Handelsrückgang bei Zins-/Währungsderivaten 2010-2012) sowie Berücksichtigung eines Abschlags um -20 % für öffentliche Kontrahenten bei Zinsderivaten. Umrechnung auf Basis des EUR/USD-Wechselkurses 1.2848 (Durchschnittskurs 2012).

## PRODUKT NR. 3: PENSIONSVEHIKEL (WERTPAPIERE)

ABBILDUNG 22: ERHEBUNG DER FTS FÜR WERTPAPIERTRANSAKTIONEN DER PENSIONSVEHIKEL



DATEN UND ANNAHMEN		
ART DER ZUGRUNDE LIEGENDEN DATEN	DATEN UND ANNAHMEN	QUELLE
Finanztransaktionssteuersatz (Wertpapiere)	0,1 %	Europäische Kommission (2013a)
Volumen der Deckungsmittel	500,7 Mrd. Euro	Schwind (2013)
Anteil von Direktzusagen und Unterstützungskassen	59,8 %	Schwind (2013)
Ausfinanzierungsgrad bei Direktzusagen und Unterstützungskassen	60 %	Mercer (2013)
Steuerpflichtiges Assetvolumen (adjustiert)	371,2 Mrd. Euro	Abgeleitet aus Schwind (2013) und Mercer (2013)
Umschlagshäufigkeit	0,3	Kaserer (2013)
Anfall Finanztransaktionssteuer	6 x	Deutsches-Aktieninstitut-Annahme

## PRODUKT NR. 3: PENSIONSVEHIKEL (DERIVATE)

ABBILDUNG 23: ERHEBUNG DER FTS FÜR EIN DERIVAT ZUR ABSICHERUNG DER RISIKEN EINES



\* Nur für den Teil, den die Bank selbst absichert (Netting-Effekt)

DATEN UND ANNAHMEN		
ART DER ZUGRUNDE LIEGENDEN DATEN	DATEN UND ANNAHMEN	QUELLE
Finanztransaktionssteuersatz (Derivate)	0,01 % (auf Nominal)	Europäische Kommission (2013a)
Derivatehandel als % des Wertpapiervolumens in Pensionsfonds	59 %	Eigene Berechnung auf Grundlage von Angaben von 16 Unternehmen nach Deutsches Aktieninstitut (2013)
Gesamtvolumen Pensionsvehikel (adjustiert)	371 Mrd. Euro	Schwind (2013), Mercer (2013), eigene Hochrechnung
Steuerpflichtiges Volumen	220 Mrd. Euro	Eigene Hochrechnung
Anfall der Finanztransaktionssteuer	4 x	Deutsches-Aktieninstitut-Annahme
Nettingeffekt aufseiten der sicherungsgebenden Bank A	50 %	Deutsches-Aktieninstitut-Annahme

Unter Berücksichtigung der hier dargestellten Häufigkeit, mit der die Finanztransaktionssteuer anfällt, und der aufgeführten Daten und Annahmen ergibt sich gemäß unseren Berechnungen eine Steuerbelastung auf die Wertpapier- und Derivatetransaktionen der Pensionsvehikel in 2012 in Höhe von 0,7 Mrd. Euro.

## PRODUKT NR. 4: COMMERCIAL PAPERS UND ABS

ABBILDUNG 24: ERHEBUNG DER FTS IM EMISSIONSPROZESS



- ✓ Anfall Finanztransaktionssteuer
- ✓ Zusätzliche Steuerpflicht bei der Einstufung als „Finanzinstitut“

DATEN UND ANNAHMEN		
ART DER ZUGRUNDE LIEGENDEN DATEN	DATEN UND ANNAHMEN	QUELLE
Finanztransaktionssteuersatz (Wertpapiere)	0,1%	Europäische Kommission (2013a)
Steuerpflichtiges Volumen	77 Mrd. Euro (Commercial Papers) 8,4 Mrd. Euro (ABS)	Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik DZ Bank (2013)
Anfall Finanztransaktionssteuer	2x (3 x, wenn Einstufung als „Finanzinstitut“)	Deutsches-Aktieninstitut-Annahme

Unter Berücksichtigung der hier dargestellten Häufigkeit, mit der die Finanztransaktionssteuer anfällt, und der aufgeführten Daten und Annahmen ergibt sich gemäß unseren Berechnungen eine Steuerbelastung auf das Volumen an begebenen Commercial Papers und Verbriefungen (ABS) in Höhe von 0,2 Mrd. Euro (bei Einstufung der Unternehmen als Nicht-Finanzinstitute) und 0,3 Mrd. Euro (bei Einstufung der Unternehmen als Finanzinstitute).

## PRODUKT NR. 5: SONSTIGE WERTPAPIERTRANSAKTIONEN

ABBILDUNG 25: ERHEBUNG DER FTS FÜR SONSTIGE WERTPAPIERTRANSAKTIONEN (VOR ALLEM LIQUIDITÄTSMANAGEMENT)

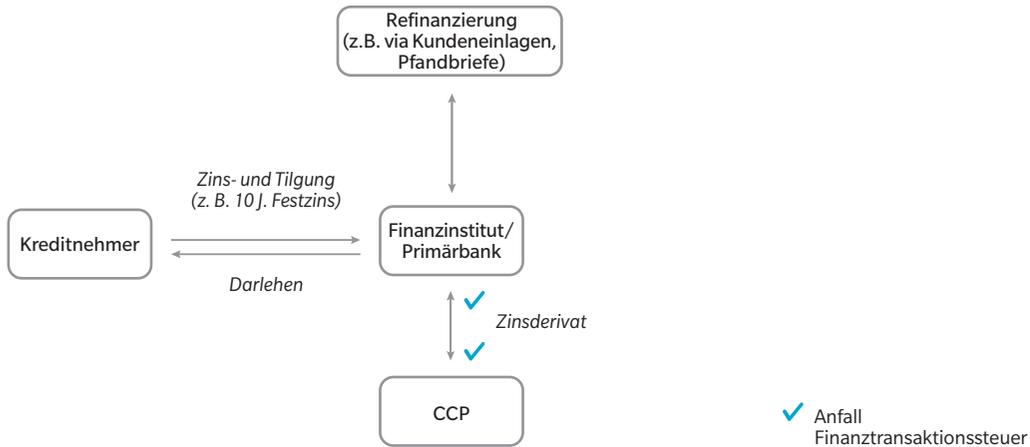


DATEN UND ANNAHMEN		
ART DER ZUGRUNDE LIEGENDEN DATEN	DATEN UND ANNAHMEN	QUELLE
Finanztransaktionssteuersatz (Wertpapiere)	0,1%	Europäische Kommission (2013a)
Steuerpflichtiges Volumen sonstiger steuerpflichtiger Wertpapiertransaktionen in % des Gesamtumsatzes	8,5 %	Eigene Berechnung auf Grundlage von Angaben von 16 Unternehmen nach Deutsches Aktieninstitut (2013)
Gesamtumsatz deutscher Unternehmen (nur Unternehmen mit einem Jahresumsatz über 100 Mio. Euro)	3.200 Mrd. Euro	StaBA (2011), (Hochrechnung auf 2012 mit angenommener Wachstumsrate von 0,5 %)
Steuerpflichtiges Volumen	276 Mrd. Euro	Deutsches-Aktieninstitut-Annahme
Anfall der Finanztransaktionssteuer	2 x (bzw. 3 x, wenn Einstufung als „Finanzinstitut“)	Deutsches-Aktieninstitut-Annahme

Unter Berücksichtigung der hier dargestellten Häufigkeit, mit der die anfallenden Finanztransaktionssteuer anfällt, und der aufgeführten Daten und Annahmen ergibt sich gemäß unseren Berechnungen eine Steuerbelastung auf sonstige Wertpapiertransaktionen in Höhe von 0,6 Mrd. Euro (bei Einstufung der Unternehmen als Nicht-Finanzinstitute) und 0,8 Mrd. Euro (bei Einstufung der Unternehmen als Finanzinstitute).

# PRODUKT NR. 6: LANGFRISTIGE UNTERNEHMENSKREDITE

ABBILDUNG 26: ERHEBUNG DER FTS FÜR LANGFRISTIGE UNTERNEHMENSKREDITE

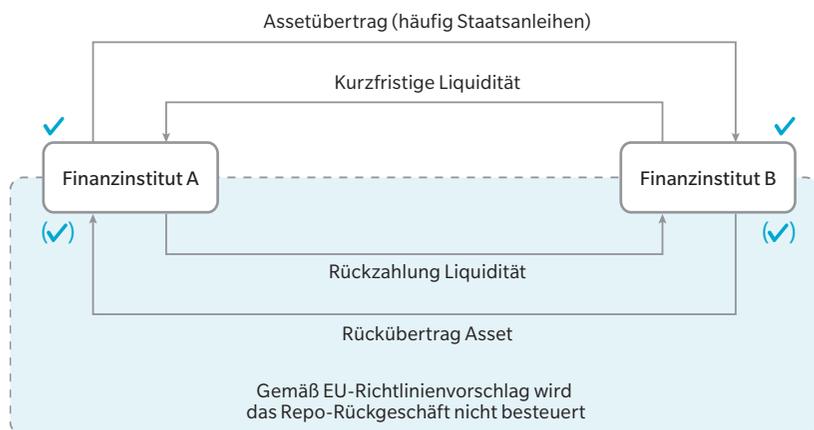


DATEN UND ANNAHMEN		
ART DER ZUGRUNDE LIEGENDEN DATEN	DATEN UND ANNAHMEN	QUELLE
Finanztransaktionssteuersatz (Derivate)	0,01%	Europäische Kommission (2013a)
Durchschnittliches Igfr. Unternehmenskreditvolumen, Deutschland	240.000 Euro	Abgeleitet aus DSGVO (2011)
Jährliches Neuvolumen Unternehmenskredite in Deutschland mit Festzinsbindung > 1J	115 Mrd. Euro	Deutsche Bundesbank (2013c)
Durchschnittlicher Effektivzins Igfr. Unternehmenskredit	2,8 %	Oliver-Wyman-Annahme, abgeleitet aus Deutsche Bundesbank (2013c)
Durchschnittliche Festzinsbindung	4 Jahre	Abgeleitet aus DSGVO (2011)
Anzahl Zinsderivate während der Festzinslaufzeit	2	Oliver-Wyman-Annahme (etwa 1 x alle 2 Jahre Anpassung erforderlich)
Anfall Finanztransaktionssteuer per Swap Transaktion	2x	Deutsches Aktieninstitut/ Oliver-Wyman-Annahme

Unter Berücksichtigung der hier dargestellten Häufigkeit, mit der die Finanztransaktionssteuer anfällt, und der aufgeführten Daten und Annahmen ergibt sich gemäß unseren Berechnungen eine Steuerbelastung auf langfristige Kredite an Unternehmen in Höhe von 11 Mio. Euro.

# ANHANG 4. BERECHNUNG DER FINANZTRANS-AKTIONSSTEUER AUF WERTPAPIERLEIHGESCHÄFTE

ABBILDUNG 27: ERHEBUNG DER FTS FÜR WERTPAPIERLEIHGESCHÄFTE (REPOS)



- ✓ Anfall Finanztransaktionssteuer
- ✓ (✓) Zusätzliche Steuerpflicht bei der Einstufung als „Finanzinstitut“

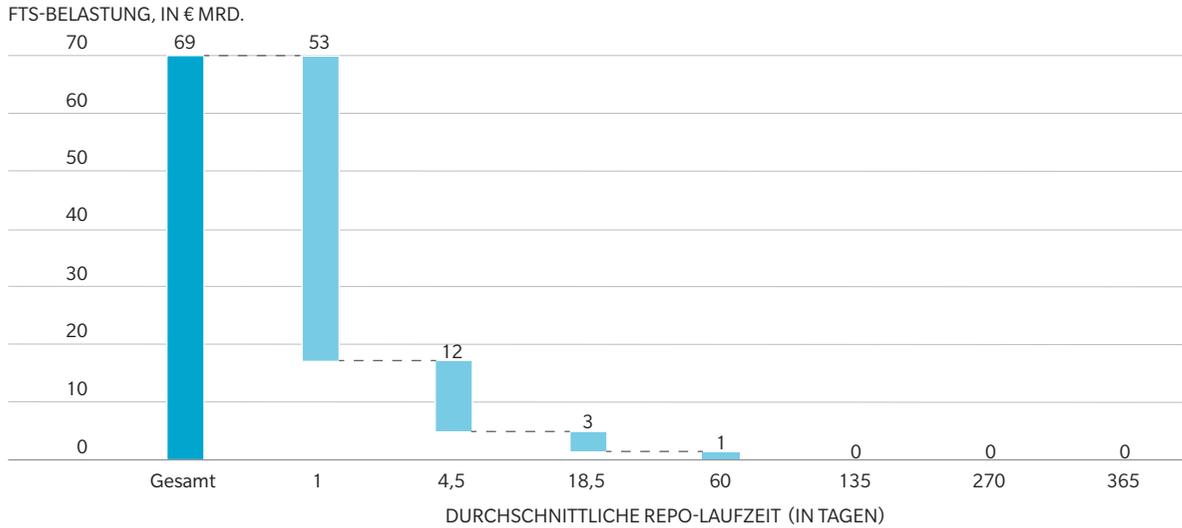
DATEN UND ANNAHMEN		
ART DER ZUGRUNDE LIEGENDEN DATEN	DATEN UND ANNAHMEN	QUELLE
Finanztransaktionssteuersatz auf Anleihen	0,1%	Europäische Kommission (2013a)
Deutsches Repo-Bestandsvolumen, April 2013	387 Mrd. Euro	EZB Statistical Warehouse (2012)
Repo-Bestandsvolumen nach Laufzeiten, 2012	1 Tag: 19 % 4,5 Tage: 19 % 18,5 Tage: 19 % 60 Tage: 20 % 135 Tage: 5 % 270 Tage: 3 % > 365 Tage: 15 %	ICMA (2012)
Anfall Finanztransaktionssteuer per Repo-Transaktion	2 x	Abgeleitet aus Repo-Handelsketten und Herkunft der Handelspartner (ICMA (2012))

Im Rahmen der Studie haben wir unter anderem auch die Auswirkungen der Einführung der FTS auf Wertpapierleihgeschäfte (Repos) untersucht. Hierzu haben wir auf Basis des von der EZB angegebenen Bestandsvolumens an Repo-Geschäften in Deutschland in 2012 (387 Mrd. Euro) und einer Abschätzung der Durchschnittslaufzeit das jährliche Repo-Handelsvolumen in Höhe von 34.522 Mrd. Euro p. a. ermittelt<sup>26</sup>. Unter der Annahme, dass die Finanztransaktionssteuer bei einer Repo-Transaktion zweifach anfällt, und bei einem Steuersatz von 0,1 Prozent auf den zugrunde liegenden Nominalwert ergibt sich eine steuerliche Belastung von 69,1 Mrd. Euro.

26 EZB (2012), „Repurchase Agreements, Outstanding Amounts at the End of the Period“.

Unter Anwendung der von ICMA (2012) veröffentlichten durchschnittlichen Laufzeiten für das europäische Bestandsvolumen an Repo-Geschäften sind vor allem jene Geschäfte mit kurzen Laufzeiten von einem Tag bis zu einer Woche von der Finanztransaktionssteuer betroffen (siehe Abbildung 28). Eine Austrocknung des Marktes wäre die Folge, weil Repo-Geschäfte unter dieser Voraussetzung ökonomisch keinen Sinn mehr ergeben.

ABBILDUNG 28: ERWARTETE FTS-BELASTUNG AUS REPO-GESCHÄFTEN NACH TRANSAKTIONSLAUFZEIT



# ANHANG 5. BERECHNUNG DER SEKUNDÄREN LIQUIDITÄTSEFFEKTE UND ERHÖHUNG DER TRANSAKTIONSKOSTEN

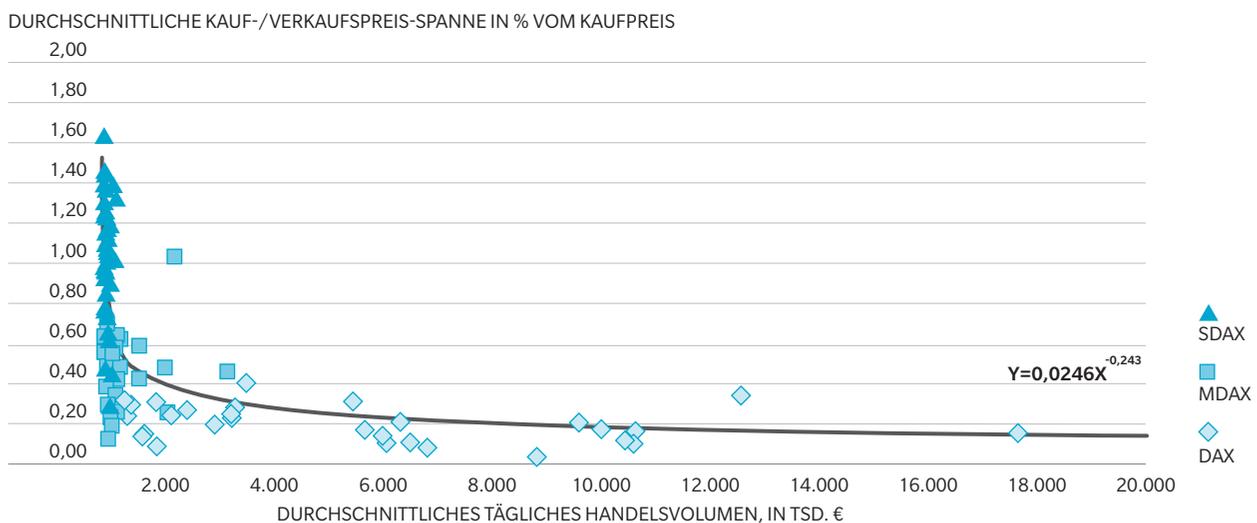
## AUSWIRKUNGEN AUF AKTIEN

Um die Auswirkungen der Finanztransaktionssteuer auf die Transaktionskosten im Aktienhandel zu beziffern, haben wir das Verhältnis der Transaktionskosten (das heißt die durchschnittliche Kauf-/Verkaufspreis-Spanne) zwischen liquiden und weniger liquiden Aktien in Deutschland dargestellt. Dafür bedienen wir uns einer Stichprobe von Aktien aus den drei geläufigsten deutschen Indizes: DAX, MDAX und SDAX.

Abbildung 29 zeigt die durchschnittlichen Kauf-/Verkaufspreis-Spannen in Prozent vom Kaufpreis sowie das durchschnittliche Handelsvolumen für jede einzelne Aktie aus den drei Indizes im Zeitraum Januar bis Dezember 2012 sowie die daraus resultierende Trendkurve ( $0,246 * \text{Handelsvolumen}^{-0,243}$ ).

Basierend auf den Beobachtungen in Frankreich und Italien sowie diversen Analystenschätzungen<sup>27</sup> halten wir einen Rückgang der Aktienhandelsvolumina nach Einführung der Finanztransaktionssteuer zwischen 10 und 25 Prozent für realistisch. Bezogen auf das Gesamtaktienhandelsvolumen in 2012 an der Deutschen Börse entspräche dies einem Rückgang auf 980 Mrd. Euro beziehungsweise 817 Mrd. Euro. Unter Anwendung der oben aufgeführten Kurvengleichung ergäben sich zusätzliche Transaktionskosten von etwa 90 Mio. Euro bis 200 Mio.<sup>28</sup> Euro je nach unterstelltem Volumenrückgang, die von allen Marktteilnehmern (Privatkunden, Unternehmen, Finanzinstituten und der öffentlichen Hand) zu tragen wären. Es ist anzumerken, dass es sich bei diesen Berechnungen nur um eine Approximation handelt, welche auf den in unserer Analyse berücksichtigten Aktientiteln beruht.

ABBILDUNG 29: DURCHSCHNITTLICHE KAUF-/VERKAUFSPREIS-SPANNE UND AKTIENHANDELSVOLUMEN, DEUTSCHLAND 2012<sup>29</sup>



27 Vergleiche Oliver Wyman-Analyse auf Basis des beobachteten Liquiditätsrückgangs nach Einführung einer Finanztransaktionssteuer in Frankreich (2012) und Italien (2013) und Analystenschätzung der World Federation of Exchange (2013), „Understanding High Frequency Trading (HFT)“ (-40 Prozent) und Morgan Stanley (2013), „Bank rechnet Finanzsteuer durch“, Börsen-Zeitung Ausgabe 106 vom 07.06.2013, S. 5 (-15 Prozent).

28 Reduziertes Aktienvolumen x durchschnittliche Kauf-/Verkaufspreis-Spanne in Prozent vom Kaufpreis x erwartete Erhöhung der Kauf-/Verkaufspreis-Spanne.

29 Datastream

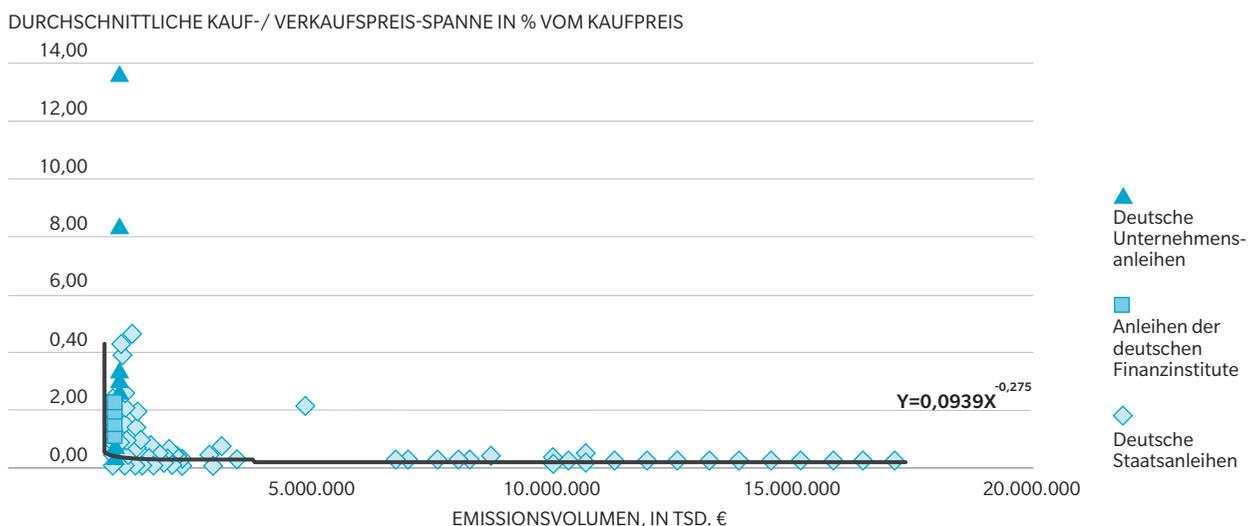
## AUSWIRKUNGEN AUF ANLEIHEN

Analog zu der Quantifizierung der zusätzlichen Transaktionskosten im Aktienhandel haben wir die Auswirkungen der FTS-Einführung auf den Anleihenmarkt in Deutschland analysiert. Dafür haben wir uns einer Stichprobe aus deutschen Staatsanleihen, Anleihen deutscher Finanzinstitute sowie Anleihen deutscher Unternehmen bedient.

Abbildung 30 zeigt die durchschnittlichen Kauf-/Verkaufspreis-Spannen in Prozent vom Kaufpreis im Zeitraum Januar bis Dezember 2012 sowie das Emissionsvolumen der jeweiligen Anleihe<sup>30</sup> der unterschiedlichen Emittenten im Zeitraum sowie die daraus resultierende Trendkurve ( $0,0939 * \text{Emissionsvolumen}^{-0,275}$ ).

Auch hier haben wir für den Rückgang der Handelsvolumina eine Spanne von 10 bis 25 Prozent angesetzt. Bezogen auf das 31.12.2012 ausstehende Bestandsvolumen an in Deutschland gehaltenen Anleihen und unter der Annahme einer Umschlagshäufigkeit von einmal pro Jahr, entspräche dies einem Volumentrückgang auf 2.730 Mrd. Euro beziehungsweise 2.275 Mrd. Euro. Unter Anwendung der oben aufgeführten Kurvengleichung ergäben sich zusätzliche Transaktionskosten von etwa 880 Mio. bis 2.060 Mio.<sup>31</sup> Euro je nach unterstelltem Volumentrückgang, die von allen Marktteilnehmern (Privatkunden, Unternehmen, Finanzinstituten und der öffentlichen Hand) zu tragen wären. Auch hier ist anzumerken, dass es sich bei diesen Berechnungen nur um eine Approximation handelt, welche auf den in unserer Analyse berücksichtigten Anleihen beruht.

**ABBILDUNG 30: DURCHSCHNITTLICHE KAUF-/VERKAUFSPREIS-SPANNE UND EMISSIONSVOLUMEN ANLEIHEN, DEUTSCHLAND 2012<sup>32</sup>**



30 Aufgrund mangelnder Datenverfügbarkeit der Handelsvolumina deutscher Anleihen haben wir unsere Analyse – im Gegensatz zum Vorgehen bei Aktien und Derivaten – auf die jeweiligen Emissionsvolumina gestützt.

31 Reduziertes Anleihevolumen x durchschnittliche Kauf- / Verkaufspreis-Spanne in Prozent vom Kaufpreis x erwartete Erhöhung der Kauf- / Verkaufspreis-Spanne.

32 Datastream

## AUSWIRKUNGEN AUF ZINS- UND WÄHRUNGSDERIVATE

Schließlich haben wir auch die zusätzlichen Transaktionskosten im Derivatehandel in Deutschland quantifiziert, indem wir eine Stichprobe aus Zins- und Währungsderivaten mit verschiedenen Währungen und Laufzeiten ausgewählt haben.

Die Analyse der ausgewählten Produkte zeigt eine klare Beziehung zwischen den Transaktionskosten (das heißt der durchschnittlichen Kauf-/Verkaufspreis-Spanne in Prozent vom Kaufpreis) und dem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen des Derivats<sup>33</sup>: Je illiquider das Produkt, desto höher sind die Transaktionskosten. Die Beziehung lässt sich in Form einer Trendkurve darstellen (siehe Abbildungen 13 und 14):

- Zinsderivate:  $0,0206 * \text{Handelsvolumen}^{(-0,062)}$
- Währungsderivate:  $0,0029 * \text{Handelsvolumen}^{(-0,05)}$

Nach Einführung der Finanztransaktionssteuer halten wir einen Rückgang der Handelsvolumina bei Derivaten von 40 bis 70 Prozent für realistisch. Dies ergibt sich vor allem aus der überproportionalen Verteuerung von Produkten mit kurzen Laufzeiten.<sup>34</sup> Die Europäische Kommission unterstellt in ihren Berechnungen gar einen Rückgang von 75 Prozent bei Derivaten.

Wir haben das in 2012 von Unternehmen in Deutschland gehandelte Volumen an Zins- und Währungsderivaten anhand der von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich erhobenen durchschnittlichen täglichen Handels- und Bestandsvolumina hochgerechnet. Dies entspricht 1.643 Mrd. Euro bei Zinsderivaten und 3.181 Mrd. Euro bei Währungsderivaten.<sup>35</sup>

Unter Anwendung der oben aufgeführten Kurvengleichungen ergäben sich zusätzliche Transaktionskosten von etwa 900 bis 2.100 Mio. Euro im Zinsderivatehandel und 120 bis 300 Mio. Euro<sup>36</sup> im Währungsderivatehandel je nach unterstelltem Volumenrückgang. Analog zu unseren Berechnungen der zusätzlichen Transaktionskosten im Aktien- und Anleihehandel, stellen auch die hier aufgezeigten Kosten nur eine Annäherung an die tatsächlich zu erwartenden Effekte dar. Letztere sind stark abhängig vom jeweils gehandelten Produkt und der zukünftigen Marktliquidität.

33 Daten für sechs Währungen zu den vier Zeitpunkten April 2001, April 2004, April 2007 und April 2010 aus BIS (verschiedene Jahrgänge).

34 Vergleiche Oliver Wyman (2012), „Proposed EU Commission Financial Transaction Tax Impact on Foreign Exchange Markets“ (2012), Morgan Stanley (2013), „Bank rechnet Finanzsteuer durch“, Börsen-Zeitung Ausgabe 106 vom 07.06.2013, S. 5 (-40 Prozent).

35 Von Unternehmen durchschnittlich täglich gehandeltes Volumen an Zins-/Währungsderivaten (US\$ 213 Mrd./US\$ 308 Mrd., BIS (2010)) hochgerechnet für 240 Handelstage in Deutschland (5,7 % BIP-Anteil). Wachstumsrate von 2010 bis 2012 abgeleitet aus den Veränderungen des Bestandsvolumens (-13 %/-12 % Handelsrückgang bei Zins-/Währungsderivaten 2010-2012) sowie Berücksichtigung eines Abschlags um -20 % für öffentliche Kontrahenten bei Zinsderivaten. Umrechnung auf Basis des EUR/USD-Wechselkurses 1.2848 (Durchschnittskurs 2012).

36 Von deutschen Unternehmen gehandelte Derivate in 2010 x durchschnittliche Kauf- / Verkaufspreis-Spanne in Prozent vom Kaufpreis x erwartete Erhöhung der Kauf- / Verkaufspreis-Spanne.

ABBILDUNG 31: DURCHSCHNITTLICHE KAUF-/VERKAUFPREIS-SPANNE UND HANDELSVOLUMEN  
ZINSDERIVATE, DEUTSCHLAND 2012<sup>37</sup>

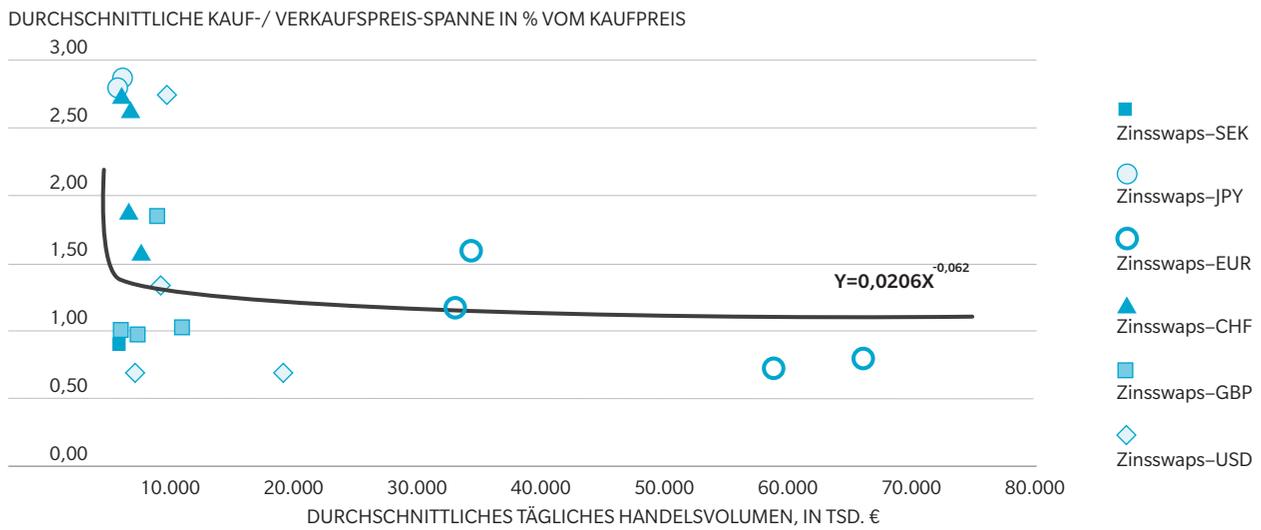
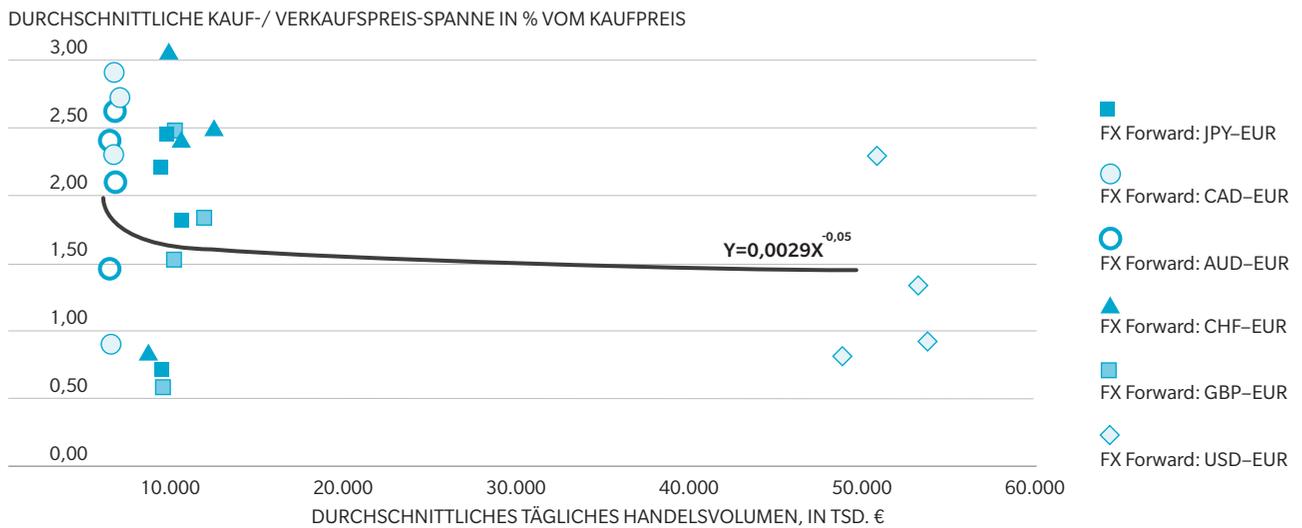


ABBILDUNG 32: DURCHSCHNITTLICHE KAUF-/VERKAUFPREIS-SPANNE UND HANDELSVOLUMEN  
WÄHRUNGSDERIVATE, DEUTSCHLAND 2012<sup>38</sup>



37 Datastream, bis

38 Datastream, bis

## ANHANG 6. LITERATURVERZEICHNIS

Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e. V. (AbA) (2013), „aba Statistikreihe 2013“, <http://www.aba-online.de/docs/attachments/b7b5f2fe-ae2b-4014-92a6-f3b5f7eac799/5Fa-ZfA-Durchschnittliche-Gesamtbeitraege-je-geforderten-Vertrag-2009-2011-Apri.pdf>

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (2010, 2007, 2004, 2001), Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivative Market Activity (inkl. Statistical Annex Tables), Basel

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (2010, 2012), Derivative Market Activity, Regular Semiannual Survey, Basel

bbw (2006), „Immobilienfinanzierung“ Branchenreport, Neuss

Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (BVI) (2012a), „Bestand an Riester-Investmentfondsverträgen“, [http://www.bvi.de/fileadmin/user\\_upload/Altersvorsorge/Riester-Bestand\\_201303.pdf](http://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Altersvorsorge/Riester-Bestand_201303.pdf)

Bundesverband Investment und Asset Management e. V. (BVI) (2012b), „BVI Investmentstatistik: Gesamtüberblick“, [http://www.bvi.de/fileadmin/user\\_upload/Statistik/Investmentstatistik\\_Pressefassung1212.pdf](http://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Statistik/Investmentstatistik_Pressefassung1212.pdf)

Datastream (2013), Kauf- und Verkaufspreise für ausgewählte Aktien, Anleihen, Zinsderivate, Währungsderivate; Handelsvolumen für ausgewählte Aktien, Zinsderivate, Währungsderivate; Emissionsvolumen für Anleihen

Deutsches Aktieninstitut (2013), „Zum Vorschlag der EU-Kommission für eine Richtlinie des Rates über die Umsetzung einer Verstärkten Zusammenarbeit im Bereich der Finanztransaktionssteuer – Finanztransaktionssteuer ist mit erheblichen Belastungen für Realwirtschaft und Privatanleger verbunden“, Positionspapier des Deutschen Aktieninstituts e. V. vom 02.05.2013, Frankfurt am Main

Deutsche Bundesbank (verschiedene Jahrgänge), „Kapitalmarktstatistik“, Frankfurt am Main

Deutsche Bundesbank (2013), „Private Haushalte und ihre Finanzen“, Tabellenanhang zur Pressenotiz, PHF 2010/2011 – Datenstand: 2/2013, Frankfurt am Main

Deutsche Bundesbank (2013b), „Statistik über Wertpapierinvestments“, Frankfurt am Main

Deutsche Bundesbank (2013c), „Zinsstatistik“, Frankfurt am Main

Deutsche Bundesbank (2012), „Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 2006–2011“, Statistische Sonderveröffentlichung, Frankfurt am Main

DSGV (2011), „Ergänzende Statistiken zur S-Finanzgruppe, zu Sparkassen, Landesbanken und LBS“, Statistisches Begleitheft, Bonn

DZ Bank (2013), „ABS & Structured Credits – Rückblick 2012/Ausblick 2013“, Frankfurt am Main

Europäische Kommission (2013a), „Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über die Umsetzung einer Verstärkten Zusammenarbeit im Bereich der Finanztransaktionssteuer“, COM (2013) 71 final vom 14.02.2013, Brüssel

Europäische Kommission (2013b), „Impact Assessment“, Accompanying the Document „Proposal for a COUNCIL DIRECTIVE Implementing Enhanced Cooperation in the Area of Financial Transaction Tax. Analysis of Policy Options and Impacts“, Commission Staff Working Paper, SWD (2013) 28 final vom 14.02.2013, Brüssel

Europäische Kommission (2011), „Executive Summary of the Impact Assessment“, Accompanying the Document Proposal for a Council Directive on a Common System of Financial Transaction Tax and Amending Directive 2008/7/EC, Commission Staff Working Paper, Brüssel

EZB Statistical Warehouse (2012), Repurchase Agreements, Outstanding Amounts at the End of the Period

FESE (2012), „Historical Statistical Data“, <http://www.fese.eu/en/?inc=art&id=4>

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (GDV) (2011), „Die deutsche Lebensversicherung in Zahlen (2010/2011)“, Berlin

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V. (GDV) (2012), „Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2012“, Berlin

International Capital Market Association (ICMA) (2012), „ICMA European Repo Market Survey“, Number 24 (Dezember 2012), Zürich

Internationaler Währungsfonds (IWF) (2010), „A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector“, Final Report for the G-20, Washington, DC

Hessisches Statistisches Landesamt (2012), „Gewerbestatistik 2012“, Wiesbaden

Kaserer, C. (2013), „Finanztransaktionssteuer und Altersvorsorge – Wirkungen und Nebenwirkungen (Studie im Auftrag der Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft)“, TU München

Mercer (2013), „DAX-Unternehmen erwirtschaften 2012 zweistellig Pensionserträge – Mercer-Analyse der DAX30-Unternehmen“ vom 20.03.2013, Frankfurt am Main, [www.mercer.de](http://www.mercer.de)

Morgan Stanley (2013), „Bank rechnet Finanzsteuer durch“, Börsen-Zeitung Ausgabe 106 vom 07.06.2013

Oliver Wyman (2012), „Proposed EU Commission Financial Transaction Tax Impact on Foreign Exchange Markets“, London

Orbis – Bureau van Dijk (2008–2012), „Durchschnittliche Umsatzrentabilität von deutschen Industrieunternehmen 2008 bis 2012“

Presse- und Informationsamt der Bundesregierung (2012), „Pakt für nachhaltiges Wachstum und Beschäftigung“, Gemeinsames Papier der Bundesregierung und der Fraktionen CDU/CSU, FDP, SPD und Bündnis 90/Die Grünen im Deutschen Bundestag, Berlin, 21.06.2012

Schwind, J. (2013), „Die Deckungsmittel der Betrieblichen Altersversorgung“, BetrAV, Ausgabe 4/2013, S. 346f.

Statista (2013), „Durchschnittliche monatliche Stromrechnung eines 3-Personen-Haushaltes in Deutschland in den Jahren 1998 bis 2013“, <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/5670/umfrage/durchschnittliche-monatliche-stromrechnung-seit-1998/>

Statistisches Bundesamt (StBa) (2011), „Umsatzsteuerstatistik (Vorankündigungen)“, Fachserie 14, Reihe 8.1., Wiesbaden

Weltbank (2011), „World Development Indicators“, Washington D.C.

World Federation of Exchange (2013), „Understanding High Frequency Trading (HFT)“, <http://www.world-exchanges.org/focus/2013-05/m-2-1.php>

## ABBILDUNGSLISTE

Abbildung 1: Grundsätze des Richtlinienentwurfs zur europäischen Finanztransaktionssteuer vom 14. Februar 2013 .....	8
Abbildung 2: Jährliche FTS-Belastung für Privatanlegerprodukte .....	9
Abbildung 3: Berechnung der FTS für eine kapitalbildende Lebensversicherung .....	10
Abbildung 4: Jährliche FTS-Belastung für Unternehmen.....	11
Abbildung 5: Beschreibung der analysierten Musterfälle privater Haushalte .....	13
Abbildung 6: Jährliche Belastung aus der Finanztransaktionssteuer für den Haushalt der risikoscheuen Pensionärin .....	14
Abbildung 7: Jährliche Belastung aus der Finanztransaktionssteuer für die junge Familie .....	14
Abbildung 8: Jährliche Belastung aus der Finanztransaktionssteuer für den Durchschnittshaushalt .....	14
Abbildung 9: Kapitalzuwachs mit und ohne Finanztransaktionssteuer kumuliert über die Produktlaufzeit am Beispiel eines Riester-Fondssparplans.....	15
Abbildung 10: Beschreibung der beispielhaft analysierten Musterunternehmen.....	16
Abbildung 11: Jährliche Belastung aus der Finanztransaktionssteuer für ein Musterunternehmen .....	17
Abbildung 12: Jährliche Belastung aus der Finanztransaktionssteuer für ein Musterunternehmen .....	17
Abbildung 13: Durchschnittliche Kauf-/Verkaufspreis-Spanne und Aktienhandelsvolumen, Deutschland 2012.....	18
Abbildung 14: Erhebung der FTS für ein typisches Wertpapierdepot.....	24
Abbildung 15: Erhebung der FTS für eine kapitalbildende Lebensversicherung .....	25
Abbildung 16: Erhebung der FTS für eine Risiko- und Bausparrisikoversicherung .....	26
Abbildung 17: Erhebung der FTS für eine Riester-Lebensversicherung.....	27
Abbildung 18: Erhebung der FTS für einen Riester-Fondssparplan .....	28
Abbildung 19: Erhebung der FTS für einen langfristigen Immobilienkredit.....	29
Abbildung 20: Erhebung der FTS für ein Derivat zur Absicherung operativer Risiken .....	30
Abbildung 21: Erhebung der FTS für ein internes Derivat zur Absicherung operativer Risiken .....	31
Abbildung 22: Erhebung der FTS für Wertpapiertransaktionen der Pensionsvehikel.....	32

Abbildung 23: Erhebung der FTS für ein Derivat zur Absicherung der Risiken eines.....	33
Abbildung 24: Erhebung der FTS im Emissionsprozess .....	34
Abbildung 25: Erhebung der FTS für sonstige Wertpapiertransaktionen .....	35
Abbildung 26: Erhebung der FTS für langfristige Unternehmenskredite.....	36
Abbildung 27: Erhebung der FTS für Wertpapierleihgeschäfte (Repos) .....	37
Abbildung 28: Erwartete FTS-Belastung aus Repo-Geschäften nach Transaktionslaufzeit.....	38
Abbildung 29: Durchschnittliche Kauf-/Verkaufspreis-Spanne und Aktienhandelsvolumen, Deutschland 2012.....	39
Abbildung 30: Durchschnittliche Kauf-/Verkaufspreis-Spanne und Emissionsvolumen Anleihen, Deutschland 2012.....	40
Abbildung 31: Durchschnittliche Kauf-/Verkaufspreis-Spanne und Handelsvolumen Zinsderivate, Deutschland 2012.....	42
Abbildung 32: Durchschnittliche Kauf-/Verkaufspreis-Spanne und Handelsvolumen Währungsderivate, Deutschland 2012.....	42

## ANHANGVERZEICHNIS

Anhang 1. Methodik und Datengrundlage.....	21
Anhang 2. Berechnung der Auswirkungen auf private Haushalte .....	24
Anhang 3. Berechnung der Auswirkungen auf Unternehmen.....	30
Anhang 4. Berechnung der Finanztransaktionssteuer auf Wertpapierleihgeschäfte .....	37
Anhang 5. Berechnung der sekundären Liquiditätseffekte und Erhöhung der Transaktionskosten .....	39
Anhang 6. Literaturverzeichnis .....	43

Oliver Wyman ist eine führende internationale Managementberatung. Das Unternehmen verbindet ausgeprägte Branchenspezialisierung mit hoher Methodenkompetenz bei Strategieentwicklung, Prozessdesign, Risikomanagement, Organisationsberatung und Führungskräfteentwicklung.

Für weitere Informationen besuchen Sie unsere Website [www.oliverwyman.de](http://www.oliverwyman.de) oder kontaktieren Sie uns unter: [info-FS@oliverwyman.com](mailto:info-FS@oliverwyman.com).

Das Deutsche Aktieninstitut arbeitet als etablierter Interessenvertreter aktiv an der Gestaltung der deutschen und europäischen Kapitalmärkte und ihrer Rahmenbedingungen mit. Es repräsentiert die am Kapitalmarkt interessierte deutsche Wirtschaft. Die rund 200 Mitglieder sind börsennotierte Aktiengesellschaften, Banken, Börsen, Investoren und andere wichtige Marktteilnehmer. Das Deutsche Aktieninstitut wurde 1953 gegründet und unterhält Büros in Frankfurt am Main und in Brüssel. Nähere Informationen zum Deutschen Aktieninstitut finden Sie unter [www.dai.de](http://www.dai.de).

#### OLIVER WYMAN GMBH

Messe Turm  
Friedrich-Ebert-Anlage 49  
60308 Frankfurt am Main

#### DR. STEFAN JAECKLIN

Partner  
Telefon +41 44 553 34 02  
Telefax +41 44 208 77 03  
stefan.jaeklin@oliverwyman.com

#### ELENA BLÜGGEL

Projektleiterin  
Telefon +49 69 971 735 53  
Telefax +49 69 971 73 10  
elena.blueggel@oliverwyman.com

#### DEUTSCHES AKTIENINSTITUT E.V.

Niederbau 13-19  
60325 Frankfurt am Main

#### DR. GERRIT FEY

Leiter Kapitalmarktpolitik  
Telefon +49 69 92915-41  
Telefax +49 69 92915-12  
fey@dai.de

#### DR. NORBERT KUHN

Leiter Unternehmensfinanzierung  
Telefon +49 69 92915-20  
Telefax +49 69 92915-12  
kuhn@dai.de

[www.oliverwyman.de](http://www.oliverwyman.de)

Copyright © 2013 Oliver Wyman | Deutsches Aktieninstitut

Alle Rechte vorbehalten. Weder die vorliegende Studie noch Kopien oder Teile davon dürfen in Rechtsordnungen verbreitet werden, in denen die Verbreitung von Gesetzen wegen beschränkt ist. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über besagte Einschränkungen informieren und selbige einhalten. Der vorliegende Bericht darf ohne die schriftliche Genehmigung von Oliver Wyman und dem Deutschen Aktieninstitut weder ganz noch teilweise vervielfältigt oder weiter verbreitet werden. Oliver Wyman und das Deutsche Aktieninstitut übernehmen keinerlei Haftung für Handlungen Dritter in diesem Zusammenhang.

Der vorliegende Bericht stellt weder eine Empfehlung, ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der eventuell hierin genannten Wertpapiere dar. Eine dahingehende Auslegung darf nicht erfolgen. Zudem sollten weder dieser Bericht noch Teile hieraus die Grundlage eines Vertrags oder einer sonstigen beliebigen Verpflichtung darstellen noch sollten derartige vertragliche Verpflichtung im Vertrauen auf diesen Bericht eingegangen werden. Des Weiteren darf der vorliegende Bericht nicht als Empfehlung zum Kauf von oder zur Verfügung über bestimmte Investitionen oder als Aufforderung oder Veranlassung zur Beteiligung an Investitionsaktivitäten betrachtet werden.

Die Informationen, die in diesem Bericht enthalten sind oder auf denen der Bericht basiert, wurden von Quellen bezogen, die Oliver Wyman und das Deutsche Aktieninstitut für zuverlässig und korrekt hält. Es hat jedoch keine unabhängige Überprüfung der Richtigkeit oder Vollständigkeit der von Dritten erhaltenen Informationen stattgefunden noch wurden dahingehende, ausdrückliche oder konkludente Zusicherungen und Gewährleistungen abgegeben. Die Informationen und Schlussfolgerungen werden zum Zeitpunkt des vorliegenden Berichts bereitgestellt und können ohne vorherige Benachrichtigung verändert werden. Oliver Wyman und das Deutsche Aktieninstitut übernehmen keine Verpflichtung zu einer, durch neue Informationen, zukünftige Ereignisse oder auf sonstige Weise bedingten Aktualisierung oder Überarbeitung der hierin enthaltenen Informationen oder Schlussfolgerungen. Die in diesem Bericht bereitgestellten Informationen und Schlussfolgerungen berücksichtigen nicht die individuellen Umstände der jeweiligen Personen; sie dürfen nicht als konkrete Empfehlung zu einer Investitionsentscheidung verstanden werden und stellen keine angemessene ausreichende Grundlage für das Treffen einer Investitionsentscheidung dar. Oliver Wyman und das Deutsche Aktieninstitut übernehmen keinerlei Haftung für Verluste in Zusammenhang mit Handlungen, die aufgrund von Informationen oder Schlussfolgerungen, die in diesem Bericht, oder in den darin zitierten Berichten oder Quellen enthalten sind, unternommen oder unterlassen werden. Oliver Wyman und das Deutsche Aktieninstitut übernehmen selbst dann keine Haftung für mittelbare und Folgeschäden oder vergleichbare Schäden, wenn Ihnen die Möglichkeit derartiger Schäden bekannt war.

Durch Annahme des vorliegenden Berichts erklären Sie sich mit der Bindungswirkung der vorstehenden Einschränkungen einverstanden.