

DIE AUSWIRKUNGEN DER EU-11-FINANZ- TRANSAKTIONSSTEUER AUF DIE ENDVERBRAUCHER

VERFASSER

James Davis

Ben Smith

Michael Wagner

Ronan O'Kelly

EINSCHRÄNKUNGEN/GRUNDANNAHMEN DES BERICHTS & EINSCHRÄNKENDE BEDINGUNGEN

Oliver Wyman wurde von der Association for Financial Markets in Europe (AFME) beauftragt, die Auswirkungen der von der Europäischen Union vorgeschlagenen FTT auf den europäischen Endverbraucher zu beurteilen. Der Bericht ist auf transparente Datenquellen gestützt und verwendet Methodologien, die durch bestehende empirische Studien gestützt sind. Darüber hinaus wurden zur Vorbereitung des Berichts mehr als 30 Marktteilnehmer interviewt. Dies schließt langfristige Investoren, Corporate Treasurer und Primär – und Sekundärhändler ein.

Oliver Wyman übernimmt gegenüber Dritten keinerlei Haftung aus und im Zusammenhang mit diesem Bericht. Dies gilt auch für jegliche Handlungen oder Entscheidungen, die Dritte als Folge von in dem Bericht enthaltenen Ergebnissen oder Ratschlägen unternehmen oder treffen. In diesem Bericht geäußerte Meinungen gelten nur in Bezug auf den hierin genannten Zweck und nur zu dem genannten Datum.

Wir sind davon ausgegangen, dass Informationen, die von Dritten beigebracht wurden und auf denen dieser Bericht ganz oder teilweise basiert, richtig und verlässlich sind und haben dies jedoch nicht überprüft. Es wird keine Gewähr oder Garantie für die Richtigkeit solcher Informationen übernommen. Öffentlich verfügbare Informationen sowie industrielle und statistische Daten stammen aus Quellen, die wir für verlässlich erachten. Oliver Wyman übernimmt jedoch keine Gewähr und keine Garantie in Bezug auf die Richtigkeit oder Vollständigkeit solcher Informationen. Wir haben diese Informationen ohne weitere Überprüfung zugrunde gelegt. Für Veränderungen der Marktbedingungen oder der Gesetze oder Bestimmungen übernehmen wir keine Verantwortung. Wir übernehmen keine Verpflichtung, diesen Bericht an Veränderungen, Ereignisse oder Bedingungen anzupassen, die nach dem angegebenen Datum eintreten.

ÜBERBLICK

In diesem Bericht werden die Auswirkungen der von der EU vorgeschlagenen Finanztransaktionssteuer (FTS) auf Endverbraucher untersucht. Obwohl die Endverbraucher nicht die geplante Zielgruppe der Steuer sind, werden sie unserer Ansicht nach infolge dieser hohen Kosten tragen müssen, die bisher noch unterschätzt werden. Das wird sich auch auf die Realwirtschaft auswirken und zu einer Verringerung der Erträge langfristiger Anlageprodukte und Unternehmensinvestitionen führen.

Unserer Meinung nach wurden bisher vor allem zwei Effekte unterschätzt:

- Aufgrund von Kaskadeneffekten wären die vom Finanzsystem zu tragenden Steuern zu hoch, um von diesem absorbiert werden zu können. Sie werden daher größtenteils an die Endverbraucher weitergereicht werden
- Die geringere Liquidität innerhalb des Systems hätte höhere Transaktionskosten für die Endverbraucher zur Folge

Unserer Schätzung nach beträgt die jährliche Einnahmenverringerung aufgrund der Steuer 30–50 Mrd. € und würde sich in drei Arten manifestieren:

- Die von den EU-11-Unternehmen ausgegebenen Wertpapiere würden an Wert verlieren, da zukünftig erwartete Renditen sinken würden. Dies würde zu Verlusten für die Besitzer dieser Wertpapiere führen
- Für die EU-11-Unternehmen und für die Regierungen würde aufgrund dieser niedrigeren Bewertungen die zukünftige Kapitalbeschaffung über die Kapitalmärkte teurer
- Das Management der finanziellen Risiken, wie z. B. dem Zins – und Währungsrisiko, würde für alle Marktteilnehmer teurer

Diese Effekte würden dann zu hohen Kosten für die Endverbraucher führen:

- Unternehmen würden jährlichen Kosten von 8–10 Mrd. € gegenüberstehen, äquivalent zu 4–5 % der Gewinne nach Steuern in den betroffenen Ländern
- Regierungen entstehen jährliche Kosten in Höhe von 15–20 Mrd. €, was etwa 1 % ihrer jährlichen Anleiheemissionen entspräche
- Investoren würden mit einer einmaligen Wertabnahme von 4–5 % bei ihren Investitionen konfrontiert (entspricht einer Abnahme der Anlagewerte um 260–340 Mrd. €). Zusätzlich käme es zu jährlichen Ausgaben in Höhe von 5–15 Mrd. € aufgrund von erhöhten Kosten für Risikoabsicherungsprodukte

Zusätzlich sind wesentliche, indirekte Effekte auf die Refinanzierung von Banken, die Transmission von geldpolitischen Maßnahmen und die Wettbewerbsfähigkeit der EU-11-Banken auf den Derivatemarkten und im Firmenkundengeschäft zu erwarten. Diese nachgeordneten Auswirkungen wurden im Rahmen dieser Studie nicht quantifiziert.

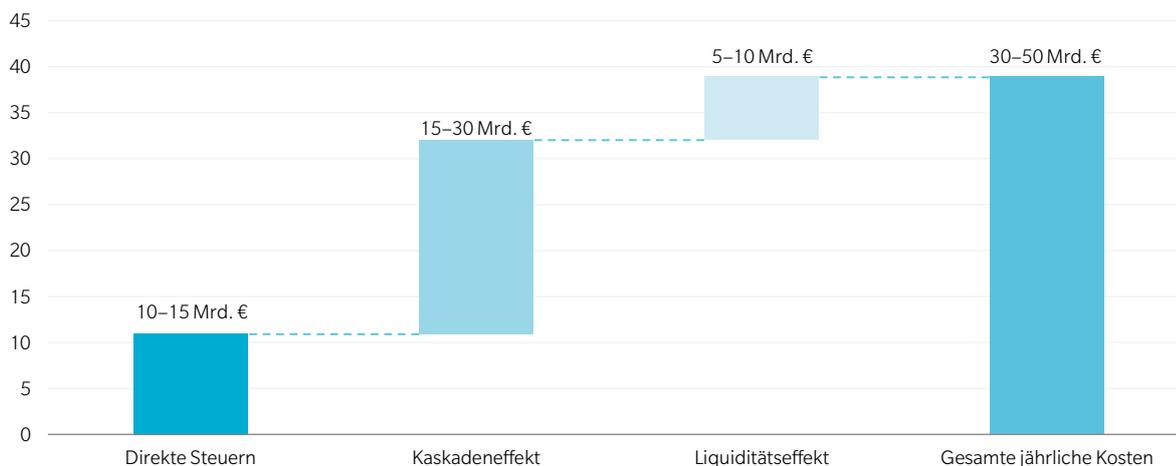
ZUSAMMENFASSUNG DER ERGEBNISSE

AUSWIRKUNGEN DER STEUER AUF DIE ENDVERBRAUCHER

In diesem Bericht werden die Auswirkungen der von der EU vorgeschlagenen Finanztransaktionssteuer (FTS) auf Endverbraucher, wie z.B. langfristige Investoren, Regierungen und Unternehmen, untersucht. Die vorgeschlagene Steuer würde in 11 EU-Nationen zur Anwendung kommen (die „EU-11“¹) und für sämtliche Transaktionen von EU-11-Finanzinstituten gelten, sowie für alle Transaktionen im Zusammenhang mit Wertpapieren, die von EU-11-Unternehmen ausgestellt werden. Die Steuer soll Mitte 2014 eingeführt werden.

Wir gehen von Kosten für die Endverbraucher in Höhe von 30–50 Mrd. € aus, die in drei Gruppen aufgeteilt werden:

ABBILDUNG 1: JÄHRLICHE AUSWIRKUNG AUF ENDVERBRAUCHER (MRD. €)



Quelle: Oliver Wyman Analyse

- **Direkte Steuern:** Der Endverbraucher bezahlt direkt 10–15 Mrd. €. Die Steuer wird von langfristigen Investoren wie z.B. Pensionsfonds, Versicherungen und Vermögensverwaltern bezahlt, die weiterhin regelmäßig Wertpapiere handeln müssen, um ihre Investitionen und Risiken zu verwalten. Die Steuer wird nur für Finanzinstitute angewendet. Unternehmen und Regierungen zahlen diese nicht direkt
- **Kaskadeneffekt:** Weitere 15–30 Mrd. € entstehen für die von den Händlern bezahlten Steuern, die aber über breitere Geld-Brief-Spannen an die Endverbraucher weitergegeben werden. Der vorgeschlagene Steuersatz (1 Basispunkt für Derivate, 10 Basispunkte für andere Produkte) ist ein Mehrfaches der derzeitigen Spannen auf den meisten Märkten. Deshalb könnten die Händler selbst nur einen Bruchteil der Steuer tragen. Der Großteil dagegen würde an die Endverbraucher weitergegeben
- **Liquiditätseffekt:** Weitere 5–10 Mrd. € entstehen für höhere Transaktionskosten, da die Geld-Brief-Spannen aufgrund reduzierter Volumina und geringerer Liquidität zunimmt. Empirische Studien haben mehrfach bewiesen, dass verringerte Handelsvolumina mit einer höheren Geld-Brief-Spanne in Zusammenhang stehen. Dies würde eine weitere Zunahme der Transaktionskosten für die Endverbraucher bedeuten

¹ Belgien, Deutschland, Estland, Frankreich, Griechenland, Italien, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien und Spanien

KASKADENEFFEKT – HÄNDLERSTEUERN WERDEN DURCHGEREICHT

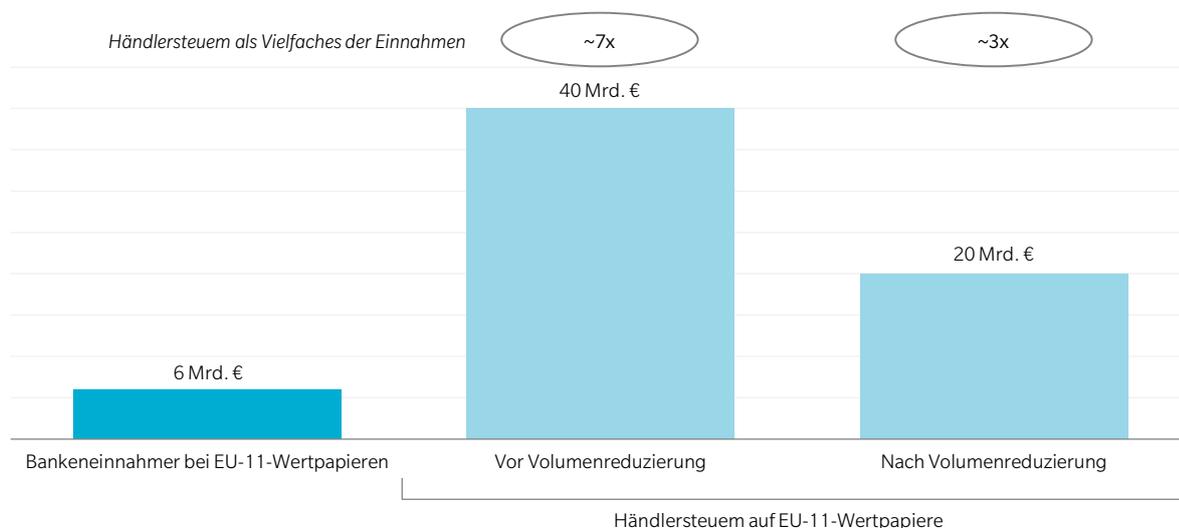
Ein wesentliches Element unserer Ergebnisse zeigt, dass die Endverbraucher nicht nur die Kosten für die Steuer tragen müssten, die sie selbst zahlen. Es käme zusätzlich zu einem „Kaskadeneffekt“, da die Steuer für verbundene Handelsgeschäfte unter Finanzintermediären weitergegeben würde. Diese Auswirkung ist bedeutend: für die Endkunden sind die Kosten des Kaskadeneffekts signifikant höher als die Steuern, die sie selbst direkt bezahlen.

Der Kaskadeneffekt hat deshalb so große Auswirkungen, da auf ein Handelsgeschäft mit einem Endverbraucher typischerweise mehrere verbundene Handelsgeschäfte zwischen den Händlern und anderen Finanzintermediären folgen. Von diesen Geschäften wird jedes einzeln besteuert. Diese verbundenen Handelsgeschäfte sind entscheidend, um Kundengeschäft und Risikoabsicherung zu ermöglichen. Zum Beispiel muss ein Händler, der Wertpapiere von einem Kunden kauft, häufig mehrere kleinere Handelsgeschäfte mit anderen Kunden oder Händlern abschließen, um die Wertpapiere verkaufen zu können und die Anhäufung größerer Risiken zu vermeiden. Obwohl wir nun von einer drastischen Reduzierung des Handelsvolumens als Reaktion auf die Steuer – und insbesondere von einem drastischen Rückgang bei den verbundenen Handelsgeschäften – ausgehen, wird weiterhin ein signifikanter Teil dieser Geschäfte nötig sein, da es sich hierbei um ein zentrales Element eines funktionierenden Wertpapiermarktes handelt.

Da der vorgeschlagene Steuersatz ein Mehrfaches der derzeitigen Geld-Brief-Spanne auf vielen Märkten ist, kann die Steuer auch nicht innerhalb der bestehenden Spanne absorbiert werden. Auf Aktienmärkten steht beispielsweise die Steuer in Höhe von 20 Basispunkten² einer Steuer von weniger als 5 Basispunkten für Aktien von Großunternehmen gegenüber.

Die von Händlern erzielten Gesamteinnahmen aus dem Market-Making von EU-11-Wertpapieren können auch mit der Steuer verglichen werden, die für diese Tätigkeiten gezahlt werden müsste. Abbildung 2 zeigt diese Analyse für EU-11 Anleihen und Aktien. Die Steuer für Händler wäre 7 Mal so hoch wie die aktuellen Market-Making-Einnahmen für Anleihen und Aktien. Berücksichtigt man die starke Verringerung des gehandelten Volumens aufgrund der Steuer, gehen wir davon aus, dass sich die Steuerzahlungen zwar halbieren, doch immer noch dreimal so hoch wie die derzeitige Einnahmenbasis der Händler bleiben werden.

ABBILDUNG 2: HÄNDLEREINNAHMEN IM VERGLEICH ZU MARKET-MAKER-STEUERN AUF VON EU-11 AUSGEGEBENE WERTPAPIERE³



Quelle: Eigene Daten und Oliver Wyman Analyse

Anmerkung: Bankeinnahmen und -steuern beziehen sich nur auf von EU-11 ausgegebene Wertpapiere (z. B. im Einklang mit dem Emissionsprinzip). Market-Maker-Steuern werden „vor Volumenreduzierung“ gezeigt zum Vergleich mit der Einnahmenbasis 2012. Ausgenommen sind Einnahmen und Steuern in Bezug auf Derivate und nicht von EU-11 ausgegebene Wertpapiere (z.B. unter dem Ansässigkeitsprinzip)

² Berücksichtigt beide Seiten des Handelsgeschäftes (z.B. wenn bei einer Transaktion zwei Gegenparteien involviert sind)

³ Bankeinnahmen und -steuern beziehen sich nur auf von EU-11 ausgegebene Wertpapiere (z. B. im Einklang mit dem Emissionsprinzip). Market-Maker-Steuern werden „vor Volumenreduzierung“ gezeigt zum Vergleich mit der Einnahmenbasis 2012. Ausgenommen sind Einnahmen und Steuern in Bezug auf Derivate und nicht von EU-11 ausgegebene Wertpapiere (z.B. unter dem Ansässigkeitsprinzip)

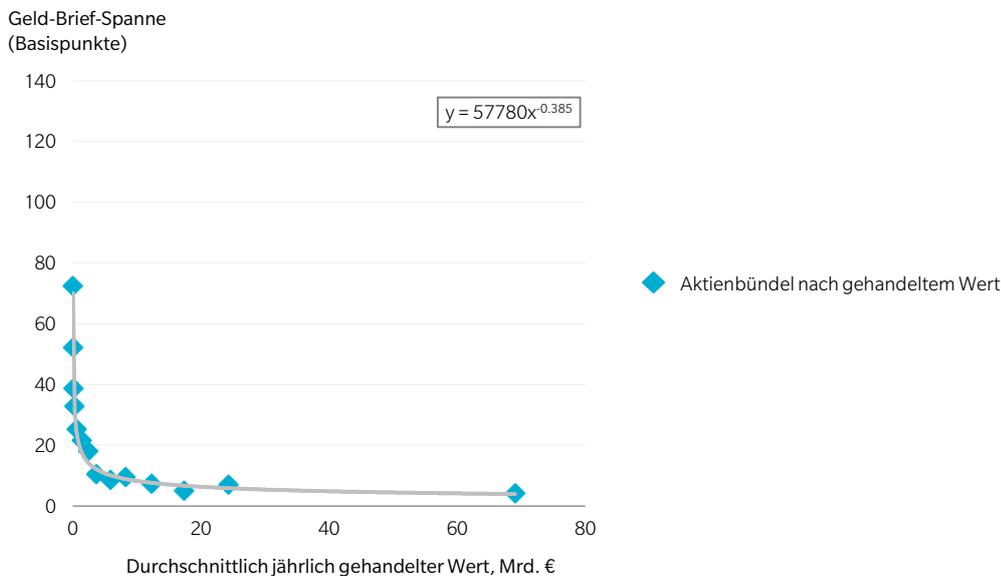
LIQUIDITÄTSEFFEKT – GERINGERE VOLUMEN TREIBEN TRANSAKTIONSKOSTEN IN DIE HÖHE

Die Endverbraucher werden auch die höheren Transaktionskosten tragen müssen, die sich aus dem geringeren Marktvolumen ergeben. Derzeit wird die Liquidität von den Market-Makern bereitgestellt. Diese handeln jedoch bei hoher Frequenz mit geringen Margen, was es den Händlern erleichtert, Käufer und Verkäufer effizient zusammenzuführen. Ein Großteil dieser Tätigkeiten würde mit der FTS unrentabel werden, was gleichzeitig zu einer dramatischen Reduzierung der Volumina und Liquidität führen würde.

Die Market-Maker müssen bei einem weniger liquiden Markt mehr Risiken übernehmen, da ein größerer Bestand und längere Bestandszeiten notwendig werden. Das bedeutet erhöhte Kapitalkosten für Händler, was wiederum zu größeren Spannen führt. Empirisch wurde häufig eine ausgeprägte, inverse Beziehung zwischen Handelsvolumen und Geld-Brief-Spannen beobachtet, sowohl innerhalb als über verschiedenen Märkten hinweg.

Abbildung 3 zeigt ein Beispiel dieser Beziehung für EU-11 Aktien.

ABBILDUNG 3: GERINGERE HANDELSVOLUMEN STEHEN MIT EINER HÖHEREN GELD-BRIEF-SPANNE IN ZUSAMMENHANG
BEOBACHTETE BEZIEHUNG ZWISCHEN GELD-BRIEF-SPANNEN UND GEHANDELTEM VOLUMINA FÜR EU-11 AKTIEN



Quelle: Handelsplätze, Thomson Reuters, BofAML-Analyse, Oliver Wyman Analyse

Die Auswirkungen der Steuer variieren in verschiedenen Anlageklassen und spiegeln die Unterschiede in der Marktgröße und -struktur wider.

- Aktien werden typischerweise börsengehandelt und zeigen im Allgemeinen geringe Spannen. Während die Liquiditätseffekte bei einigen wenigen gehandelten Aktien groß sind, zeigt sich die primäre Auswirkung für den gesamten Aktienmarkt im „Kaskadeneffekt“, selbst unter der Annahme einer extremeren Volumenreduzierung
- Der Markt für Staatsanleihen ist groß und sehr liquide, der Umschlag findet etwa dreimal pro Jahr statt. Der Markt wird durch Market-Making unterstützt und ist eng mit anderen Märkten verbunden, wie z.B. Wertpapierpensionsgeschäfte (Repurchase Agreements, kurz Repos) und Derivate. Weil noch unklar ist, wie sich die FTS auf einen so vom Market-Making abhängigen Markt auswirken wird, geht unser Modell von zwei Szenarien aus: Im ersten Szenario geht eine umfangreiche Volumenabnahme mit starken Liquiditätseffekten und einem deutlich geringeren Kaskadeneffekt einher. Im zweiten Szenario gibt es eine geringe Volumenabnahme, die geringe Liquiditätseffekte, aber dafür große Kaskadeneffekte bewirkt
- Der Markt für Unternehmensanleihen weist eine vergleichsweise geringere Liquidität auf, getrieben durch eine größere Heterogenität der Instrumente (Schuldverschreibungen werden über zahlreiche verschiedene Laufzeiten

und Strukturen begeben) und ein „Buy-and-Hold“-Verhalten der Investoren. Die primäre Auswirkung erfolgt deshalb über den Liquiditätseffekt

- Auf den Derivatemärkten wird es eher zu moderaten Auswirkungen auf die Spannen, aber zu einem tiefgreifenden Effekt hinsichtlich der Wettbewerbsdynamik kommen. Unserer Meinung nach kommt das „Emissionsprinzip“ nicht für OTC-Derivatekontrakte wie z.B. Euro-Zinsswaps in Frage. Das bedeutet, dass Banken außerhalb der EU-11 von der Steuer ausgenommen wären. Die Folge wären unüberwindbare Wettbewerbsnachteile für EU-11-Banken beim Market-Making und würde zur Verlagerung dieser Tätigkeiten zu Banken außerhalb der EU-11 führen. Die Einbußen der EU-11-Banken aufgrund der Steuer würden die so entgangenen Market-Making-Einnahmen übersteigen, da OTC-Derivate ein wesentlicher Bestandteil des Angebots sind, mit dem die Banken ihre Beziehungen zu Firmenkunden aufbauen

ABBILDUNG 4: WESENTLICHE STRUKTURELLE UNTERSCHIEDE IN DEN VERSCHIEDENEN ANLAGENKLASSEN

	Aktien	Staatsanleihen	Unternehmensanleihen	FX – und Zinsderivate
Größe: Derzeitiger Volumina	8 Trillionen €	18 Trillionen €	460 Mrd. €	50 Trillionen € ⁴
Liquidität: Durchschnittliche jährlicher Handelsumschlag	2,2 x	3,1 x	0,6 x	21 x (FX) 1,4 x (Zinsderivate)
Typische Geld-Brief-Spannen ⁵	10 Basispunkte	15 Basispunkte	40 Basispunkte (Investment Grade) 90 Basispunkte (High Yield)	0,04 Basispunkte (FX Forwards) 2,5 Basispunkte (Zinsswaps)

Quelle: Handelsplätze, Datastream, BIS, Nationale Agenturen, Oliver Wyman Analyse

DAS VERHALTEN DER MARKTTILNEHMER TREIBT DIE UNSICHERHEIT AM MARKT

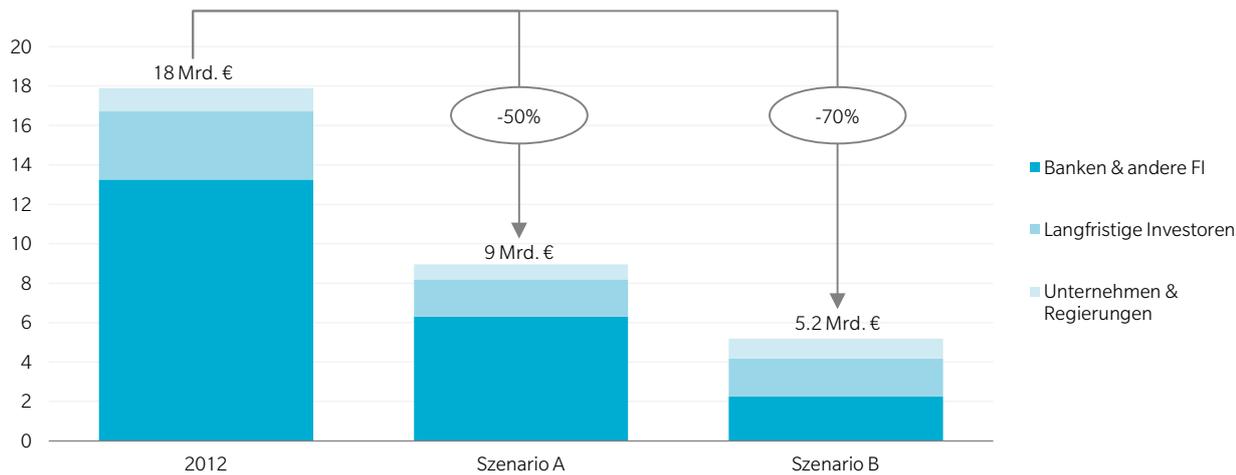
Unsere Analyse basiert auf Annahmen zu den Verhaltensreaktionen auf die neue Steuer. Diese Annahmen basieren auf den etablierten volkswirtschaftlichen Theorien, detaillierten Daten zu derzeitigen Volumina und Preisen auf den europäischen Wertpapiermärkten sowie auf Interviews mit Endverbrauchern und anderen Marktteilnehmern. Dennoch ist es schwierig, genaue Vorhersagen über die Marktreaktionen zu treffen. Es ist deshalb wichtig, ein Verständnis für die Sensibilität der Ergebnisse basierend auf alternativen Annahmen zu entwickeln. Für jede Anlagenklasse haben wir zwei Alternativszenarien erstellt: In Szenario A wird von einer konservativen Annahme⁶ hinsichtlich der Volumenabnahme ausgegangen, während in Szenario B eine radikalere Verschiebung im Verhalten und in der Marktstruktur stattfindet.

⁴ Volumina der FX – und Zinssatz-Derivate, die von EU-11-Endverbrauchern gehandelt werden

⁵ Gewichtete durchschnittliche Geld-Brief-Spannen bei den EU-11-Instrumenten; 1 Monat Laufzeit für FX-/Zinsderivate

⁶ Volumensreduzierung basierend auf granularen Annahmen über die zugrundeliegenden Verhaltensweisen der Geschäftspartner, die im Rahmen von Interviews mit Marktteilnehmern abgeleitet wurden

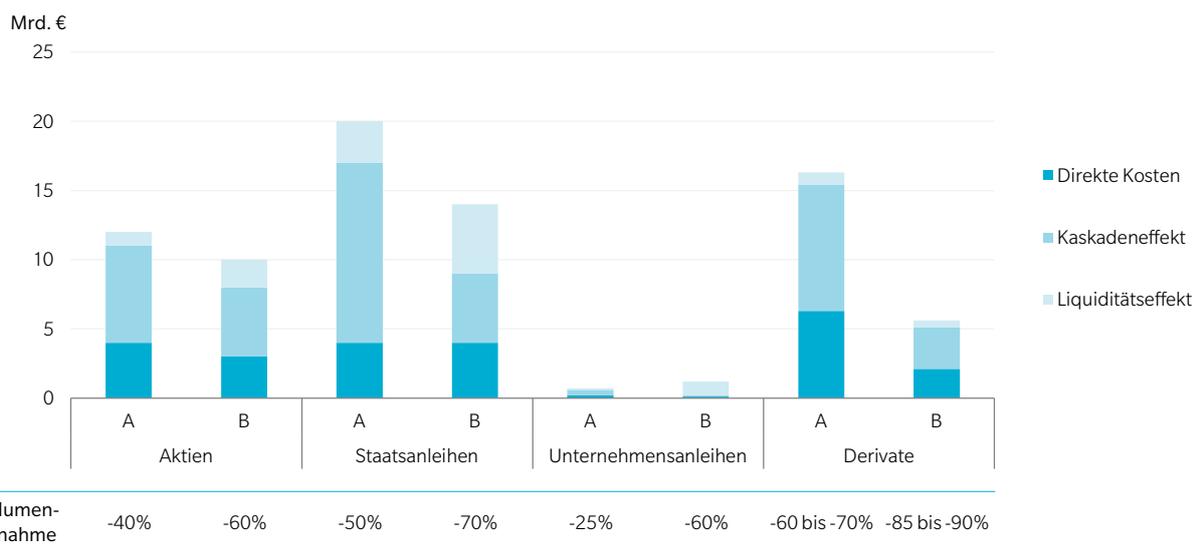
ABBILDUNG 5: JÄHRLICHE VOLUMINA NACH KUNDENART (MRD. €)
 BEISPIEL FÜR STAATSANLEIHEN



Quelle: EZB, Nationale Agenturen, Oliver Wyman Analyse

Im Allgemeinen implizieren die radikaleren Volumenreduzierungen in Szenario B niedrigere Kosten aufgrund der „Kaskadeneffekte“. Geringere Volumina bedeuten, dass weniger Steuern bezahlt werden und somit weniger auf die Endverbraucher übergeht. Da jedoch die Volumina massiv sinken, wirken sich die Liquiditätseffekte stärker auf die Transaktionskosten aus. Da der Kaskadeneffekt auf die Kosten größer ist als der Liquiditätseffekt, führt Szenario A, in dem die Volumina weniger abnehmen, zu höheren Zusatzkosten für die Endverbraucher. Wichtig ist jedoch, darauf hinzuweisen, dass es implizite Zusatzkosten für Endverbraucher aufgrund ausbleibender Transaktionen gibt, die nicht in dieser Höhe angerechnet werden. Diese Zusatzkosten zeigen sich in Form reduzierter Portfolioerträge oder zusätzlicher (ungesicherter) Risiken für die Bilanzen der Endverbraucher.

ABBILDUNG 6: ZUSAMMENFASSUNG DER JÄHRLICHEN AUSWIRKUNG NACH ANLAGENKLASSE (MRD. €)



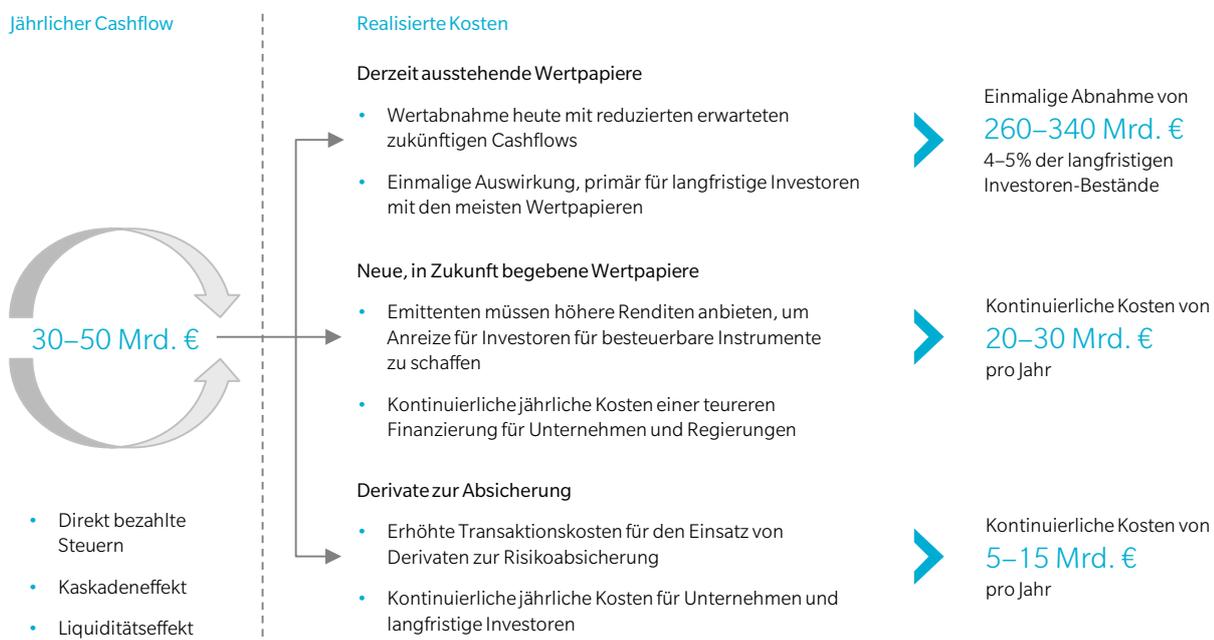
Quelle: Oliver Wyman Analyse

KOSTEN WERDEN IN DREI ARTEN REALISIERT

Die jährlichen Kosten in Höhe von 30–50 Mrd. € repräsentieren eine Cashflow-Sicht in Bezug auf die Kosten der Endverbraucher, die sich aus der Steuer ergeben. In der Realität würde der Markt jedoch die zukünftig höheren Transaktionskosten antizipieren und diese bereits in der aktuellen Preisgestaltung berücksichtigen. Die Kosten durch die Steuer würden die Endverbraucher auf drei Arten zu spüren bekommen:

- Ausstehende Wertpapiere, die vor der Einführung der Steuer für EU-11-Unternehmen ausgegeben wurden, würden an Wert verlieren. Die zukünftigen Kosten der Steuer senken die zu erwartenden Cashflows aus den Wertpapieren. Das würde bei den Besitzern dieser Wertpapiere zu Marktwertverlusten führen, da der Markt diese Instrumente unter Berücksichtigung der FTS direkt neu bewertet
- Neue Wertpapiere, die nach der Einführung der Steuer von den EU-11-Unternehmen ausgegeben werden, würden niedriger bewertet. Dies führt für die Emittenten der EU-11-Wertpapiere zu höheren Refinanzierungskosten. Viele Investoren hätten die Wahl zwischen steuerpflichtigen Instrumenten von EU-11-Emittenten und nicht steuerpflichtigen Instrumenten anderer Emittenten. Sie würden deshalb von den EU-11-Emittenten eine höhere Rendite fordern, um die höheren Transaktionskosten kompensieren zu können
- Hedging mithilfe von Derivaten würde dann dauerhaft teurer werden. Dabei entstehen Kosten für Emittenten und Investoren, die finanzielle Risiken wie z.B. Zins – und Wechselkursänderungen absichern

ABBILDUNG 7: ÜBERSICHT DER FTS-KOSTENAUSWIRKUNGEN: JÄHRLICHE IM VERGLEICH ZU REALISIERTEN KOSTEN



Quelle: Oliver Wyman Analyse

KOSTEN FÜR UNTERNEHMEN

Wir gehen davon aus, dass die jährlichen Kosten für EU-11-Unternehmen um 8–10 Mrd. € steigen werden, da Finanzierungen und das Risikomanagement insgesamt teurer werden. Das macht 4–5 % der Unternehmensgewinne nach Steuern⁷ in den betroffenen Volkswirtschaften aus und wird sich wesentlich auf die Fähigkeit von Unternehmen auswirken, Dividenden zu reinvestieren oder zu bezahlen.

⁷ 2011 Gewinne nach Steuer

Hiervon beziehen sich 7–8 Mrd. € auf die Kostenzunahme bei den Finanzierungen über die Aktien – und Anleihenmärkte, da Investoren höhere Renditen fordern, um die erhöhten Transaktionskosten zu kompensieren. Das macht einen Anstieg um 10–20 Basispunkte bei der Rendite von zukünftigen Emissionen von Unternehmensanleihen aus (d.h. praktisch dem Zinssatz, den das Unternehmen zahlt), und eine Reduzierung der Marktkapitalisierung um 6–8% bei späteren Eigenemissionen.

Die restlichen 1–3 Mrd. € der jährlichen Kosten resultieren aus Zins – und Währungsabsicherungsgeschäften. Einige Unternehmen werden versuchen, die Steuer zu umgehen, indem sie beispielsweise ihre Aktivitäten und die Refinanzierung auf ausländische Gesellschaften verlagern. Aber auch das ist kostspielig und wird deshalb wahrscheinlich nur für größere Unternehmen eine Option sein. Außerdem entstehen Kosten aufgrund einer erhöhten Risikoübernahme durch die Endverbraucher. Unsere Analyse zeigt einen verringerten Einsatz von Derivaten für Risikomanagementzwecke, da diese Instrumente immer teurer werden. Das führt auch zu einer vermehrten Risikoübernahme durch Unternehmen, da diese sich dafür entscheiden, Zins- und Währungsrisiken nicht abzusichern.

„Ein Anstieg um 10–20 Basispunkte bei den Kapitalkosten ist signifikant – das kann den Unterschied ausmachen, ob ein kleineres Infrastrukturprojekt weiterläuft oder nicht“

EU-11-Energieunternehmen

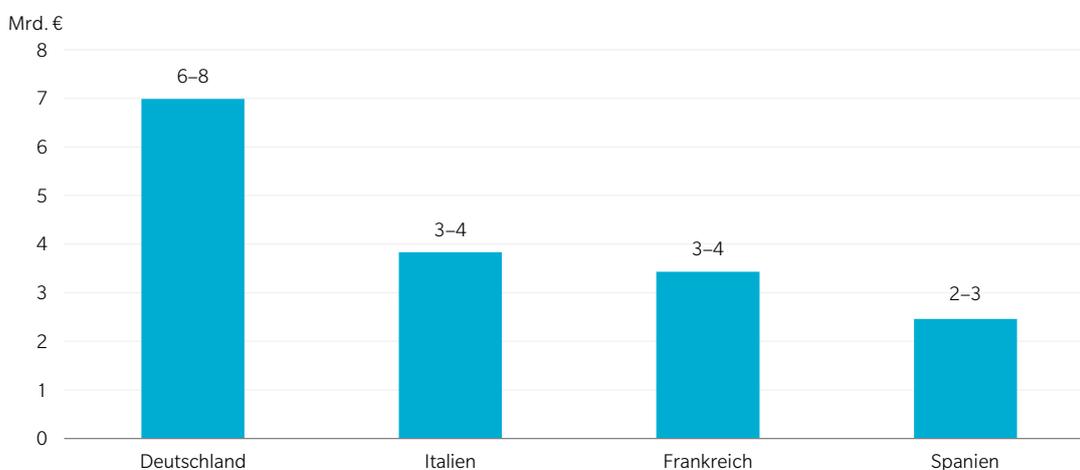
Wir haben zahlreiche Unternehmen befragt und dabei verschiedenste Bedenken hinsichtlich der erwarteten Kosten durch die Steuer und der Auswirkungen auf ihr Geschäft festgestellt. Sie gehen von steigenden Finanzierungskosten aus, um (dann weniger) Investitionen in Infrastrukturprojekte zu tätigen, da marginale Investitionen keinen Mehrwert erzielen. Dies ist vor allem für kapitalintensive Sektoren wie Utilities und Manufacturing bedenklich. Im Hinblick auf das gesteckte Ziel in Europa, die Abhängigkeit von Bankkrediten, die nach Basel 3 teurer werden, zu reduzieren, und auf die Einführung der Leverage Ratio, sind diese Auswirkungen besonders bedauerlich. Die Unternehmen erwarten zusätzlich auch rückläufige Einnahmen und eine erhöhte Ertragsvolatilität als Ergebnis höherer Absicherungskosten. Dadurch werden die Unternehmensbewertungen weiter sinken, da Investoren diese Volatilität einpreisen.

KOSTEN FÜR REGIERUNGEN

Wir gehen davon aus, dass die jährlichen Finanzierungskosten der EU-11-Regierungen um 15–20 Mrd. € ansteigen werden, was etwa 1 % der gesamten Staatsverschuldung im Jahr 2012 entspricht.

ABBILDUNG 8: STEIGENDE FINANZIERUNGSKOSTEN DER EU-11-REGIERUNGEN

JÄHRLICH ZUNEHMENDE FINANZIERUNGSKOSTEN, DIE AUF DIE FTS ZURÜCKZUFÜHREN SIND, AUSGEWÄHLTE LÄNDER, MRD. €



2011 langfristige Verschuldung (Mrd. €)	440	480	600	220
Steuerauswirkung als % langfristige Emissionen	1.6%	0.8%	0.6%	1.1%

Quelle: OECD, Oliver Wyman Analyse

Der Markt für Staatsanleihen ist äußerst liquide und erlaubt daher Investoren ihren Bestand zu niedrigen Transaktionskosten anzupassen. Staatsanleihen spielen daher auch eine wichtige Rolle im Finanzsystem, insbesondere in Form von Sicherungsreserven (Collateral) und Bankreserven. Unterstützt wird diese Liquidität durch ein aktives Market-Making durch festgelegte Primary Dealer. Hierbei handelt es sich um ein System, bei dem Händler untereinander handeln, um Kundengeschäft zu ermöglichen. Die vorgeschlagene FTS würde die Rentabilität der Market-Making-Rolle stark verringern und die Market-Maker dazu zwingen, entweder die Kosten solcher „kaskadierenden“ Handelsgeschäfte an die Endkunden weiterzureichen oder die Bereitstellung von Liquidität für den Markt drastisch zu reduzieren, im Rahmen einer angemessenen Vergrößerung der Spannen. Investoren würden höhere Renditen fordern, um diese höheren Transaktionskosten zu kompensieren. Dies bedeutet eine Erhöhung der Rendite für Staatsanleihen in Höhe von 20–30 Basispunkten pro Jahr.

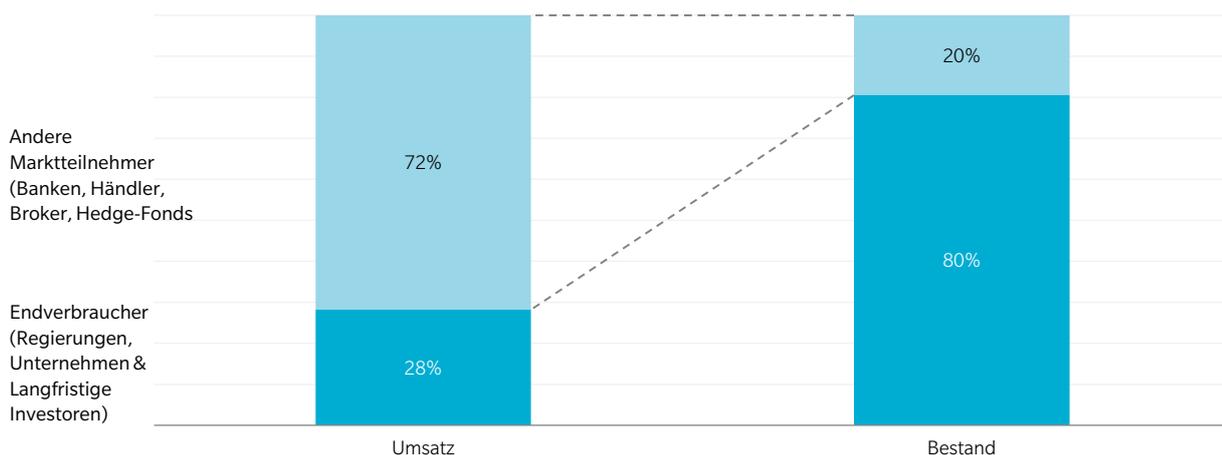
KOSTEN FÜR LANGFRISTIGE INVESTOREN

Vermögensverwalter und Pensionsfonds, die in EU-11-Wertpapiere investieren, stehen einer Reduzierung der Vermögenswerte von 260–340 Mrd. € gegenüber. Das ist eine Abnahme ihres aktuellen Bestandswertes um 4–5 %. Die Ursache hierfür sind zukünftig höhere Transaktionskosten und geringere Cashflow-Erwartungen, die sich in den aktuellen Vermögenspreisen widerspiegeln. Diese Auswirkung wurde auf anderen Märkten beobachtet, die „Stempelsteuern“ für den Aktienhandel eingeführt hatten, und wird durch eine Reihe von weiteren Studien bestätigt⁸. Während die Endverbraucher nur eine Minderheit der Handelsaktivität ausmachen, repräsentieren sie jedoch die Mehrheit hinsichtlich der Wertpapierbestände. Die Endverbraucher werden deshalb die meisten Kosten dieses Bestandverlustes tragen müssen.

„Die FTS trifft Vermögenswerte direkt und reduziert die Renditen von Privatinvestoren“

Deutsche Vermögensverwalter

ABBILDUNG 9: DIE MEHRZAHL DER WERTPAPIERE SIND IM BESITZ VON ENDVERBRAUCHERN, DESHALB TRAGEN DIESE DIE MEHRHEIT DER KOSTEN DURCH FALLENDE AKTIENPREISE



Quelle: EZB, BATS Global Markets, nationale Agenturen, Oliver Wyman Analyse

⁸ Zum Beispiel: Umlauf (1993) zeigte, dass die schwedischen Stempelsteuern im Aktienhandel (1 %) zu einer etwa 5 %igen Abnahme der Vermögenswerte in schwedischen Aktien, 30 Tage vor der Steuereinführung, führte. Bond, Hawkins & Klemm (2004) stellten fest, dass britische Aktien von den Stempelsteuern betroffen waren, insbesondere dass Ankündigungen von Veränderungen beim Steuersatz 1984, 1986 und 1990 „signifikante und positive Auswirkungen auf den Preis“ des Wertpapiers hatten

„Der Umsatz mit Derivaten ist unweigerlich hoch – wir nutzen Futures, um unsere Cashflows abzusichern und die Zu- und Abflüsse der Privatinvestoren auszugleichen – wir können nicht in ein reines ‚Buy-and-Hold‘-Modell-übergehen“

Deutsche Vermögensverwalter

Investoren würden auch mit jährlichen Kosten in Höhe von 5–15 Mrd. € in Zusammenhang mit den gestiegenen Kosten von Risikoabsicherungsgeschäften konfrontiert werden, da Derivate teurer werden. Das Ergebnis unserer Interviews mit langfristigen Investoren zeigte deutliche Bedenken hinsichtlich der Auswirkungen auf Wertpapier – als auch auf Derivatemärkte. Es gibt nur begrenzte Möglichkeiten für langfristige Investoren, ihre Handelsfrequenz zu reduzieren. Die meisten müssen das Profil ihrer Vermögenswerte, in die sie investieren, sorgfältig an die Verbindlichkeiten gegenüber ihren Endkunden – Sparer, Versicherten und Rentner – angleichen. Sie tun dies indem sie mit Wertpapieren handeln, um die Portfolien auszugleichen und um die Risiken mithilfe von Derivaten abzusichern.

Die Nettoauswirkungen sind reduzierte Renditen für Sparer und Investoren, da Vermögensbewertungen rückläufig sind und die kontinuierlichen Kosten des Risikomanagements ansteigen. Ein Vermögensverwalter, der uns für ein Interview zur Verfügung stand, schätzte, dass infolgedessen ein Riester-Sparplan über 40 Jahre (staatlich geförderte Vorsorge in Deutschland) mit einer Reduzierung der kumulierten Vermögenswerte um 3–10 % konfrontiert werden würde. Dies verringert effektiv den Wert der Ersparnisse eines jeden Einzelnen um 4.000–15.000 €.

INDIREKTE AUSWIRKUNGEN DER STEUER

Es gibt weitere, wichtige Aspekte, die sich auf die Endverbraucher auswirken und die wir in diesem Bericht noch nicht quantifiziert haben – diese sind jedoch auch zu beachten.

Am wichtigsten ist die Auswirkung auf das Bankensystem. Wir haben in dieser Studie die Banken nicht als Endverbraucher betrachtet, doch entstehen auch diesen mit der Steuer Kosten, von denen einige an den Endverbraucher weitergegeben werden können. Banken verlassen sich bei der Refinanzierung (mit Aktien und Anleihen) und beim Risikomanagement (mit Derivaten) auf die Kapitalmärkte und haben deshalb mit Kosten zu tun, die denen anderer Emittenten ähneln. Sie haben außerdem einen großen Bestand an Staatsanleihen, die weitestgehend als Sicherheiten eingesetzt werden, unter anderem verstärkt durch Basel 3-Liquiditätsregeln (LCR⁹ und NSFR¹⁰). Als Besitzer dieser und anderer Wertpapiere werden die Banken mit Kosten konfrontiert, die denen entsprechen, die in dieser Studie für langfristige Investoren beschrieben wurden. Durch die Kostenzunahme für Banken, die ihre Geschäfte in EU-11-Ländern tätigen, würde die FTS auch zu Kostensteigerungen bei Bankkrediten an Endverbraucher in diesen Ländern führen.

„Wir würden unseren Derivat Handel nach London oder Luxemburg verlagern und den Handel mit EU-11-Banken einstellen“

Unternehmen für globale Verbrauchsgüter

Darüber hinaus entstehen Wettbewerbsaspekte. Den EU-11-Banken entsteht durch die FTS ein schwerwiegender Wettbewerbsnachteil auf OTC-Derivatmärkten, da sämtliche globale Derivatetransaktionen besteuert werden (ausländische Banken werden nur hinsichtlich des Handels mit EU-11-Geschäftspartnern besteuert). Das wirkt sich weiter auf die Kreditmärkte von Unternehmen aus. Die EU-11-Banken werden gezwungen sein, die Preise zu erhöhen, um den Einnahmenverlust aus dem herkömmlich rentableren Derivategeschäft auszugleichen.

⁹ Liquidity Coverage Ratio

¹⁰ Net Stable Funding Ratio

Ein letzter wichtiger Aspekt ist die mögliche Schädigung der Funktion der Geldpolitik durch die Verschiebung des Marktes für Staatsanleihen, Repos und Zinsderivate. Diese Märkte spielen eine wichtige Rolle bei der Festlegung der Zinskurve und bei der Bereitstellung eines stabilen Referenzpreises für eine Reihe anderer Instrumente. Die Repo-Märkte, die auch mit der FTS besteuert werden, sind ebenfalls wesentlich für die Transmission der Geldpolitik, da Zentralbanken Repos einsetzen, um die Märkte mit Bargeld über Wertpapierkäufe mit festen Einkünften zu versorgen. Die FTS wäre eine Herausforderung für den effizienten Betrieb der Märkte und für Wertpapiertransaktionsgeschäfte. Sie würde deshalb die Transmission der Geldpolitik nachhaltig schädigen.

„Eine reduzierte Liquidität auf den Sekundärmärkten für Anleihen [...] kann die reibungslose Transmission der Geldpolitik behindern und erhöht damit die Marktfragmentierung zu einem Zeitpunkt, zu dem mehrere dieser Märkte immer noch anfällig sind“

Yves Mersch, EZB

SCHLUSSFOLGERUNG

Die Finanzmärkte sind eng miteinander verbunden. Während die vorgeschlagene FTS bei Wertpapiertransaktionen durch Finanzintermediäre und hochfrequent handelnde Marktteilnehmer angewendet wird, bekämen die Kosten der Steuer auch die Endverbraucher zu spüren, da die Vermittler die Kosten weitergeben und Liquidität entziehen. Unternehmen und Regierungen würden mit höheren Kosten für Investitionen konfrontiert werden. Pensionsfonds, Versicherer und Vermögensverwalter hätten mit Verlusten zu kämpfen, da ihre Investitionen an Wert verlieren. Alle Endverbraucher bekämen die gestiegenen Kosten für Risikoabsicherungsgeschäfte zu spüren. Die Verschiebung an den Finanzmärkten hätte über gestiegene Kosten und Wettbewerbsverschiebungen im Bankensystem auch indirekte Effekte auf die Endverbraucher, da finanzielle Risiken weniger gut abgesichert werden. Diese wahrscheinlichen Kosten sind sorgfältig gegen mögliche Vorteile der Steuer abzuwägen.

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 oder kontaktieren Sie uns unter: info-FS@oliverwyman.com.

DEUTSCHLAND, ÖSTERREICH, SCHWEIZ

+49 69 955 1200

EMEA

+44 20 7333 8333

AMERIKA

+1 212 541 8100

ASIEN UND AUSTRALIEN

+65 6510 9700

www.oliverwyman.com

Copyright © 2013 Oliver Wyman

Alle Rechte vorbehalten. Dieser Bericht darf ohne die schriftliche Einwilligung von Oliver Wyman weder in Teilen noch insgesamt vervielfältigt oder weiterverbreitet werden. Oliver Wyman übernimmt keinerlei Haftung irgendwelcher Art für Handlungen Dritter in dieser Hinsicht.

Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen wurden von Oliver Wyman vorbereitet. Dieser Bericht stellt keine Anlage- oder Vermögensberatung dar. Für eine solche Beratung ist der Bericht nicht geeignet und darf für diese Zwecke nicht herangezogen werden. Der Bericht dient keinesfalls als Ersatz für eine Beratung durch einen professionellen Buchhalter, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater oder Rechts- oder Finanzberater. Oliver Wyman hat sich bemüht, verlässliche, aktuelle und umfassende Informationen und Analysen zu verwenden. Alle Informationen werden jedoch ohne jede ausdrückliche oder stillschweigende Gewähr oder Garantie verwendet und übernommen. Oliver Wyman ist nicht dafür verantwortlich, die in dem Bericht enthaltenen Informationen oder Schlussfolgerungen zu aktualisieren. Oliver Wyman übernimmt keine Haftung oder Verantwortung für irgendwelche Schäden oder Verluste, die entstehen, weil als Folge von in dem Bericht enthaltenen Informationen Handlungen unternommen oder unterlassen wurden. Dies gilt auch für alle in dem Bericht genannten Berichte und Quellen von Information und für alle Arten von Schäden, insbesondere auch Folgeschäden, immaterielle Schäden und entgangenen Gewinn und sogar dann, wenn wir auf die Möglichkeit eines solchen Schadens hingewiesen wurden. Dieser Bericht stellt kein Angebot dar, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen und ist auch keine Aufforderung zu einem solchen Angebot. Dieser Bericht darf ohne die schriftliche Einwilligung von Oliver Wyman nicht verkauft werden. .