

# Konjunktur

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Wird Deutschland für Unternehmen zum Hochsteuerland?

- » In den meisten Ländern der OECD sind in den vergangenen zwei Jahrzehnten die Körperschaftsteuersätze deutlich reduziert worden. Die Globalisierung hat den internationalen Steuerwettbewerb forciert.
- » Jüngste Steuerreformen und Ankündigungen verschärfen den Steuerwettbewerb unter den Industrieländern.
- » Angesichts der schwächelnden Konjunktur sinken die Steuereinnahmen. Steuersenkungen sind daher kein Thema für die deutsche Politik. Die Abgabenlast wird aber immer mehr zum Nachteil für den Wirtschaftsstandort.

### Zusammenfassung:

Im Bereich der Besteuerung von Unternehmen hat sich in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten einiges bewegt. Innerhalb der Gruppe der OECD-Länder sind die Körperschaftsteuersätze seit dem Jahr 2000 deutlich reduziert worden. Der ungewichtete Mittelwert der Unternehmenssteuersätze der betrachteten Länder sank zwischen 2000 und 2019 von 32,2 auf 23,5 Prozent.

Und es zeichnet sich kein Ende des Trends der Körperschaftsteuersenkung ab. Einige Länder wie die USA haben erst jüngst umfangreiche Steuerreformen umgesetzt, andere Länder sind gerade dabei oder planen dies in naher Zukunft zu tun. Die in den vergangenen beiden Jahrzehnten fortschreitende Globalisierung hat die Mobilität der Produktionsfaktoren spürbar erhöht. Umso mehr steigt der Handlungsdruck für die einzelnen Länder, die Standortbedingungen zu stärken. Und dazu gehört auch die Unternehmensbesteuerung. Ein internationaler Steuersenkungswettbewerb ist in vollem Gange.

Die deutsche Regierung bewegt sich angesichts des reduzierten Ausgabenspielraums in einem Spannungsfeld zwischen Einhaltung der „schwarzer Null“ und Ausweitung der Sozialausgaben. Das Thema Entlastung bei der deutschen Unternehmensbesteuerung dürfte vor diesem Hintergrund wohl nicht oben auf der Prioritätenliste stehen. Angesichts der Steuersenkungen und Steuersenkungspläne in den anderen Industrieländern und den europäischen Nachbarn droht Deutschland ins Hintertreffen zu geraten. Seine Stellung als interessanter Wirtschaftsstandort ist dadurch mehr und mehr gefährdet.

## VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:  
23.5.2019 12:05 Uhr

## INHALT

Unternehmensbesteuerung in Europa in den letzten Jahren gesunken	2
Jüngste Steuersenkungen und weitere Pläne in einigen Ländern	3
EU-Initiative für eine eigentliche Bemessungsgrundlage der Unternehmensbesteuerung	4
Fazit: Durch Untätigkeit könnte Deutschland zum Hochsteuerland für Unternehmen werden	4
I. IMPRESSUM	6

Ersteller:  
Dr. Christoph Swonke, Economist

## Unternehmensbesteuerung in Europa in den letzten Jahren gesunken

Die in den vergangenen beiden Jahrzehnten fortschreitende Globalisierung hat die Mobilität der Produktionsfaktoren spürbar erhöht. Zwar haben jüngst die Globalisierungstendenzen nicht weiter zugenommen. Dennoch sehen sich Staaten immer mehr einem Handlungsdruck im internationalen Wettbewerb zur Schaffung günstiger Rahmenbedingungen für Produktion und Beschäftigung ausgesetzt. Dazu zählt auch die Unternehmensbesteuerung. In diesem Zusammenhang ist oft die Rede von einem internationalen Steuerwettbewerb. Die Besteuerung der Unternehmensgewinne ist nicht nur für den bereits gewählten Standort eine wichtige Determinante, auch Neu- und Erweiterungsinvestitionen werden davon maßgeblich mit beeinflusst.

Denn im Bereich der Besteuerung von Unternehmen hat sich in den vergangenen Jahren und Jahrzehnten einiges bewegt. Innerhalb der Gruppe der OECD-Länder sind die Körperschaftsteuersätze seit dem Jahr 2000 deutlich reduziert worden. Während sich in einigen Ländern (Kanada, Italien, Spanien oder Dänemark) der Prozess der Steuersatzreduktion über mehrere Schritte vollzogen hat, gab es in anderen Ländern nur einen oder wenige Schritte der Steuersenkung (Deutschland, Österreich, Irland). Der ungewichtete Mittelwert der Unternehmenssteuersätze der betrachteten Länder sank zwischen 2000 und 2019 von 32,2 auf 23,5 Prozent.

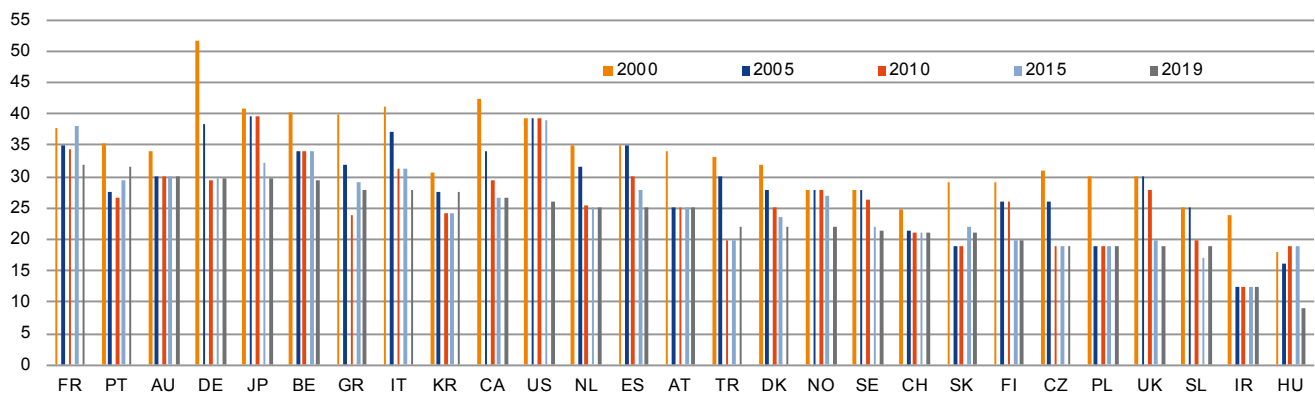
In wenigen OECD-Volkswirtschaften wurden die Steuern nach anfänglichen Reduktionen nach der Finanzkrise sogar wieder erhöht. Dazu zählen beispielsweise die von der internationalen Finanz- und Staatsschuldenkrise stark betroffenen Länder Griechenland oder Portugal. Sie mussten schließlich Finanzhilfen vom Internationalen Währungsfonds (IWF) und den europäischen Partnern in Anspruch nehmen. Im Rahmen der Programmauflagen, die diese Volkswirtschaften im Gegenzug zur Sanierung ihrer Staatshaushalte erfüllen mussten, wurden die Körperschaftsteuersätze erhöht. An dem generellen Trend international sinkender Körperschaftsteuersätze hat dies aber wenig geändert.

**Unternehmensbesteuerung ist ein wichtiger Faktor im Standortwettbewerb**

**Innerhalb der OECD-Länder sind die Körperschaftsteuersätze in den letzten 20 Jahren gesunken**

**Steuererhöhungen nur in den von der Finanzkrise stark betroffenen Ländern**

### UNTERNEHMENSBESTEUERUNG HAT IN DEN VERGANGENEN 20 JAHREN IN DEN OECD LÄNDERN ABGENOMMEN



Quelle: OECD Tax Database, DZ BANK; Kombiniertes Unternehmenssteuersatz, der sich aus dem zentralstaatlichen und regionalen gesetzlichen Körperschaftsteuersatz ergibt

Gerade in Deutschland gab es im Bereich der Unternehmensbesteuerung in den vergangenen Jahren keine großen Veränderungen. Die letzten großen Körperschaftsteuerreformen wurden in den Jahren 2001 und 2008 auf den Weg gebracht. Seitdem gab es, wenn überhaupt, nur noch kleinere Anpassungen. Mit einem Steuersatz von knapp 30 Prozent (als Kombination aus Bundessteuern und Steuern der Ge-

**Zuletzt kaum Bewegung bei der deutschen Körperschaftsteuer**

bietskörperschaften) liegt Deutschland nach Berechnungen der OECD damit inzwischen unter den Industrieländern im Spitzenfeld der Hochsteuerländer.

Höhere Steuersätze weisen aktuell nur noch Frankreich, Portugal oder Australien auf. Ähnlich hoch oder nur leicht darunter sind die Steuersätze in Japan und Belgien. In den restlichen Ländern fällt die Unternehmensbesteuerung geringer aus, und dies zum Teil deutlich.

### Jüngste Steuersenkungen und weitere Pläne in einigen Ländern

Der Abstand Deutschlands zu den anderen Ländern und zum Durchschnitt der OECD droht sich auch weiter zu vergrößern, denn einige Länder haben kürzlich ihre Steuern gesenkt oder planen dies in Kürze umzusetzen. Die USA haben ab 2018 eine umfassende Steuerreform umgesetzt. Dort wurde der Bundeskörperschaftsteuersatz von 35 auf 21 Prozent gesenkt. Durch verbesserte Abschreibungsregeln bei Investitionen und Anpassungen der Regionalsteuern sank der kombinierte Steuersatz von 39 auf knapp 26 Prozent.

Auch in Belgien wurde ab 2018 der gesetzliche Körperschaftsteuersatz von zuvor 34 Prozent auf 29 Prozent gesenkt, mit der Perspektive einer weiteren Absenkung auf 25 Prozent bis 2020. Allerdings bleibt hier noch das Ergebnis der anstehenden Parlamentswahl am 26. Mai dieses Jahres abzuwarten. Schweden hat in 2019 seinen Körperschaftsteuersatz von 22 auf 21,4 Prozent gesenkt und wird ihn 2021 weiter auf 20,6 Prozent senken.

Frankreich hat eine Senkung des gesetzlichen Körperschaftsteuersatzes von 33,3 Prozent auf 25 Prozent beschlossen, die zwischen 2018 und 2022 schrittweise eingeführt werden soll. In der ersten Stufe, die 2018 in Kraft trat, gilt ein ermäßigter Satz von 28 Prozent nur für das steuerpflichtige Einkommen bis zu einem Betrag von 500.000 EUR; Beträge, die diesen Schwellenwert überschreiten, werden weiterhin mit dem Satz von 33,3 Prozent besteuert. Im Jahr 2019 gilt ein Satz von 31 Prozent über dem Schwellenwert, während der Satz von 28 Prozent im Jahr 2020 allgemein gültig wird. Danach wird der Satz nochmals auf 26,5 Prozent im Jahr 2021 und auf 25 Prozent im Jahr 2022 gesenkt.

Schließlich beabsichtigen einige Länder in naher Zukunft Senkungen der Körperschaftsteuern. Im Vereinigten Königreich soll der Körperschaftsteuersatz bis 2020 auf 17 Prozent reduziert werden. Australien hat eine schrittweise Absenkung des Körperschaftsteuersatzes auf 25 Prozent bis zum Geschäftsjahr 2026-27 angekündigt. Griechenland plant eine Senkung der Körperschaftsteuer von 29 Prozent auf 26 Prozent, die, vorbehaltlich einer erfolgreichen Haushaltsbewertung des IWF und der europäischen Partner, 2020 in Kraft treten soll.

Auch die bisherige österreichische Regierung möchte die Unternehmensbesteuerung deutlich reduzieren. Der Körperschaftsteuersatz soll von derzeit 25 Prozent in zwei Schritten auf 21 Prozent bis zum Jahr 2023 abgesenkt werden. Allerdings ist nach dem jüngsten Regierungsbruch die Umsetzung unsicher. In Italien schwebt der Regierung die Einführung eines Flat-Tax-Systems von 15 Prozent vor. Die Umsetzung der Pläne scheitert aber bislang an der klammen Haushaltslage und internen Streitigkeiten zwischen den beiden Regierungsparteien.

**Nur Frankreich, Portugal und Australien haben höhere Steuersätze**

**Die USA haben ihre Unternehmenssteuern 2018 deutlich gesenkt**

**Auch in Belgien, in Schweden...**

**...und in Frankreich sollen die Steuersätze sinken**

**Geplante Steuersenkungen zeichnen sich im Vereinigten Königreich, in Australien und in Griechenland ab**

**Österreich und Italien wollen auch folgen**

## **EU-Initiative für eine eigentliche Bemessungsgrundlage der Unternehmensbesteuerung**

Die Beispiele verdeutlichen den internationalen Steuersenkungswettbewerb, der in vollem Gange ist. Die Kritik bezieht sich dabei auf jene Länder, die im Verdacht stehen, mit besonders niedrigen Steuersätzen internationale Konzerne anzuziehen und „einzuladen“. Die Europäische Union bemüht sich daher seit einigen Jahren, eine Harmonisierung in der Unternehmensbesteuerung auf den Weg zu bringen. Die grundsätzliche Idee ist es, den Steuerwettbewerb zwischen den einzelnen Mitgliedsländern zu reduzieren und die Steuervermeidung multinationaler Konzerne durch interne Verrechnung konzerner Leistungen über Ländergrenzen hinweg zu vermeiden. Im Rahmen der sogenannten Gemeinsamen Konsolidierten Körperschaftsteuer-Bemessungsgrundlage (GKKB) geht es um ein einheitliches Regelwerk für die Berechnung steuerpflichtiger Gewinne der in der EU tätigen Unternehmen. Diese Initiative umfasst aber nicht die Steuersätze, die weiterhin unter nationaler Hoheit verbleiben sollen.

Bislang richtet sich die für die Unternehmensbesteuerung relevante Gewinnermittlung einzelner Firmen innerhalb eines Konzerns nach den sogenannten Verrechnungs- oder Transferpreisen zwischen den einzelnen Konzernteilen. Patente spielen dabei eine wichtige Rolle, Produktion, Vertrieb und Umsatz aber weniger. So müssen Firmenteile an andere Konzernmitglieder Lizenzgebühren für die Nutzung von Patenten zahlen. Die Patentrechte liegen dann meist in Ländern mit niedrigen Steuersätzen. Mit den Transferpreisen können Konzerne intern ihre Gewinnermittlung steuerlich beeinflussen, wenn einzelne Firmenteile in verschiedenen Ländern sitzen. Mit der GKKB würde das System der Transferpreise überflüssig werden. Vielmehr soll der Gewinn eines Konzerns auf Basis anderer Kriterien wie Umsatz, Mitarbeiterzahl und Unternehmenskapital ermittelt, auf die einzelnen Länder aufgeteilt und dann entsprechend der nationalen Sätze besteuert werden.

Dem Vorteil der Verhinderung der Steuervermeidung multinational tätiger Konzerne durch Transferpreise stände auf europäischer Ebene eine deutliche Umverteilung der Körperschaftsteuereinnahmen zwischen den EU-Ländern gegenüber. Zu den größeren Gewinnern würden nach Berechnungen des Instituts der deutschen Wirtschaft Länder wie Frankreich oder Italien zählen, da die internationalen Konzerne große Teile ihrer Umsätze in diesen Ländern erzielen. Mit die GKKB würde die Steuerbasis in Frankreich und Italien steigen. Auch die deutschen Steuereinnahmen dürften steigen, aber in einem geringeren Umfang. Zu den Verlierern würden Irland oder Luxemburg gehören, da hier die Steuerbasis deutlich sinken würden. Nach 2011 hat die EU-Kommission 2016 einen zweiten Entwurf zur Harmonisierungsidee vorgelegt. Da jedoch in steuerlichen Fragen das Prinzip der Einstimmigkeit der EU-Mitgliedsländer gilt, bleibt offen ob, und wann eine Idee wie die GKKB eine Chance auf Umsetzung hat.

### **Fazit: Durch Untätigkeit könnte Deutschland zum Hochsteuerland für Unternehmen werden**

Unabhängig davon, ob es auf europäischer Ebene gelingen kann, den Steuerwettbewerb zwischen den einzelnen Volkswirtschaften zu reduzieren, könnte Deutschland aufgrund von Untätigkeit in absehbarer Zeit immer mehr zu einem Hochsteuerland für Unternehmen werden. Die jüngsten Steuerreformen in zahlreichen Industrieländern und die Pläne für die kommenden Jahre zeigen in eine Richtung: Reduktion der Körperschaftsteuersätze, eben nur nicht in Deutschland.

### **Die EU bemüht sich um eine Begrenzung des Steuerwettbewerbs**

### **GKKB soll den Umsatz multinationaler Konzerne bei der Gewinnermittlung in den Mittelpunkt stellen**

### **Einstimmigkeitsprinzip bei Steuerfragen innerhalb der EU lässt Steuerharmonisierung offen**

### **Aufgrund von Untätigkeit könnte Deutschland zum Hochsteuerland für Unternehmen werden**

Der Arbeitskreis Steuerschätzung hat in seiner jüngsten Prognose aufgrund der abflauenden Konjunkturdynamik ein deutlich geringeres Wachstum des Steueraufkommens in Deutschland vorausgesagt. Die deutsche Regierung bewegt sich angesichts des reduzierten Ausgabenspielraums in einem Spannungsfeld zwischen Einhaltung der „schwarzen“ Null“ und Ausweitung der Sozialausgaben wie der Einführung der Grundrente ohne Bedürftigkeitsprüfung. Das Thema Entlastung deutscher Unternehmen über mögliche Steuersenkungen dürfte vor diesem Hintergrund wohl nicht oben auf der Prioritätenliste stehen. Angesichts der Steuersenkungen und Steuersenkungspläne in den anderen Industrieländern droht Deutschland ins Hintertreffen zu geraten. Seine Stellung als attraktiver Wirtschaftsstandort ist dadurch mehr und mehr gefährdet. Dies gilt für schon in Deutschland tätige Unternehmen, aber insbesondere auch für das Ansiedeln neuer und innovativer Unternehmen, die mit der Standortentscheidung auch zu neuen Investitionen führen.

**Schwächere Konjunktur dämpft Steueraufkommen in Deutschland - Senkung der Körperschaftsteuer daher kaum ein Thema**

## I. IMPRESSUM

### Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

**Telefon:** +49 69 7447 - 01

**Telefax:** + 49 69 7447 - 1685

**Homepage:** [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)

**E-Mail:** [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)

**Vertreten durch den Vorstand:** Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender), Dr. Cornelius Riese (Co-Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler, Michael Speth, Thomas Ullrich

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Henning Deneke-Jöhrens

**Sitz der Gesellschaft:** Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

**Aufsicht:** Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

**Umsatzsteuer Ident. Nr.:** DE114103491

**Sicherungseinrichtungen:** Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:

[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)

[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

**Verantwortlich für den Inhalt:** Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2019 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

## II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

### 1. Verantwortliches Unternehmen

**1.1** Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt. **Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente enthalten**. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.

**1.2** Die **Pflichtangaben für Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie zu **Methoden** und **Verfahren** können **kostenfrei eingesehen** und **abgerufen** werden unter: [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben).

### 2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

– **Europäische Zentralbank** - [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.

– **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - [www.bafin.de](http://www.bafin.de)

Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

### 3. Unabhängigkeit der Analysten

**3.1** **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.

**3.2** Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Sonstigen Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass

- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
- seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

### 4. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

**4.1** Die Häufigkeit der **Aktualisierung von Sonstigen Research-Informationen** hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer neuen Anlageempfehlung gerechnet werden kann.

**4.2** Eine **Pflicht zur Aktualisierung** Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**.

Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf von sechs Monaten**. Diese Frist **beginnt** mit dem **Tag der Publikation**.

**4.3** Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend** und **unangekündigt unterbleiben**.

**4.4** Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt / Aspekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

### 5. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

**5.1** Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

**5.2** Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.

**5.3** Insbesondere durch die in **Absatz 5.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

**5.4** Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.

**5.5** Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

### 6. Adressaten und Informationsquellen

#### 6.1 Adressaten

**Sonstige Research-Informationen** der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Sie sind daher **nicht** geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (i) eine Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK **ausdrücklich** als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse

und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Sonstigen Research-Information verstehen und bewerten zu können.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz** freigegeben.

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

### 6.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. Reuters, Bloomberg, VWD, Markt), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

## III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Es ist daher nicht geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (a) es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (b) die ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Bewertung und / oder Empfehlungen verstehen und einschätzen zu können.  
Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des EWR und der Schweiz** genehmigt.  
Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:  
In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, and / oder ‚expert investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.  
Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.  
Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:  
Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.  
Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.  
Dieses Dokument darf in allen zuvor genannten Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.
2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.
3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.  
Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzziele, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.
4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.  
Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen.  
Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können.  
Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig.  
Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die

DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

---

#### **Ergänzende Information von Markit Indices Limited**

Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der

hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

**Dieses Dokument darf in der Bundesrepublik Deutschland an Privatkunden weitergegeben werden.**