

Bundesverband der Wertpapierfirmen e.V.

Schillerstraße 20
60313 Frankfurt/Main
Tel.: (069) 92 10 16 91
Fax: (069) 92 10 16 92
mail@bwf-verband.de
www.bwf-verband.de

Frankfurt am Main | Berlin, 24.11.2011

Stellungnahme zum Antrag der Fraktion der SPD „Finanztransaktionssteuer in Europa einführen – Gesetzesinitiative jetzt vorlegen“ – Drucksache 17/6086, einem deutsch-französischen Positionspapier zur Finanzstransaktionssteuer (Ausschussdrucksache 17(7)226) sowie zum Richtlinienvorschlag der Europäischen Kommission zur Finanztransaktionssteuer – Ratsdok. Nr. 14942/11

Öffentliche Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestages am 30. November 2011

Gemeinsame Absichtserklärungen von Deutschland und Frankreich, der Antrag der SPD Fraktion, als auch der Richtlinienvorschlag der Europäischen Kommission, können nicht darüber hinwegtäuschen, dass eine Finanztransaktionssteuer die mit ihr intendierte Abschöpfungs- und Lenkungswirkungen mit hoher Wahrscheinlichkeit verfehlen würde. Einem begrenzten Nutzen im Sinne der mit ihr verfolgten politischen Zwecke (Steuerertrag/Erschwerung bestimmter Transaktionen) stünde eine Verschlechterung der Markteffizienz und ein erheblicher volkswirtschaftlicher Schaden gegenüber, den nicht nur Finanzinstitute sondern sämtliche Unternehmen und Sparer gleichermaßen zu tragen hätten. Der auf europäischer wie globaler Ebene nach wie vor fehlende politische Konsens sowie die in der akademischen Forschung vielfältig beschriebenen und Seitens der Analysten des IWF im Kern bestätigten negativen Auswirkungen¹, sprechen daher klar gegen die Einführung einer solchen Steuer.² – Die Finanztransaktionssteuer würde zudem die als aktuell vorrangiges regulatorisches Ziel angestrebte Rekapitalisierung der europäischen Kreditinstitute deutlich erschweren und wäre ohne die Normierung wirksamer Bereichsausnahmen darüber hinaus geeignet, den Fortbestand des hiesigen börslichen Parketthandels und des intermediärsvermittelten Wertpapiergeschäfts insgesamt in Frage zu stellen.

Stark emotionalisierte Diskussion

Am Für und Wider einer Finanztransaktionssteuer, so jedenfalls der Eindruck, kulminiert gegenwärtig die inzwischen breite, in Teilen jedoch überaus emotional geführte Debatte um das Verhältnis und die jeweiligen Verantwortlichkeiten von Finanzmärkten, Staat und Realwirtschaft. Dabei scheint die Frage der Zustimmung zum Vorhaben Finanztransaktionssteuer zuweilen geradezu die Rolle eines „Glaubensbekenntnisses“ einzunehmen.

Und dies nicht erst, seit sich neben Parteien, Gewerkschaften und diversen anderen Nichtregierungsorganisationen, selbst die großen christlichen Kirchen mit einer politischen Positionsbestimmung *pro* Transaktionssteuer zu Wort gemeldet haben.³

Als Interessenvertretung der unabhängigen, zumeist mittelständischen, in Deutschland tätigen Börsenmaklerfirmen und Wertpapierhandelshäuser, stellt sich der bwf aus-

bwf

Stellungnahme zum Vorschlag einer Europäischen Finanztransaktionssteuer
Öffentliche Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestages am 30. November 2011

drücklich einer offenen und breiten Diskussion über die ökonomische und gesellschaftliche Funktion von Finanzmärkten. Dabei bedurfte es im Übrigen keiner Finanzkrise, um zu der Einsicht zu gelangen, dass Märkte im Allgemeinen und Finanzmärkte im Besonderen stets Mittel zum Zweck sind. Es sollte bei allem unterstützenswerten Bemühen um eine angemessene Aufarbeitung der komplexen Ursachen der Finanzkrise jedoch nicht übersehen werden, dass die wirtschaftliche Grundlage unseres freiheitlich demokratischen Gesellschaftsmodells, mit einem im historischen Vergleich nach wie vor beispiellosen Wohlstandsniveau für breite Schichten der Bevölkerung, ohne eine effiziente Kapitalallokation auf den Finanzmärkten schlicht undenkbar wäre.

Nicht zuletzt angesichts der dramatischen Herausforderungen an Politik und (Finanz-)Wirtschaft, die sich ganz aktuell aus der weiter eskalierenden Staatsschulden- und Eurokrise ergeben, erscheint es für alle am politischen Dialog Beteiligten daher dringend geboten den gegenwärtig populären Polarisierungen und undifferenzierten Schuldzuweisungen das umfängliche Bemühen um eine dringend gebotene Versachlichung der Diskussion entgegen zu setzen.

Soweit in diesem Zusammenhang augenblicklich häufig das vermeintliche Gegensatzpaar von *Real- und Finanzwirtschaft* bemüht wird, ist darauf hinzuweisen, dass es sich hierbei in Wirklichkeit um zwei sich gegenseitig bedingende, ineinandergreifende wirtschaftliche Beziehungsgefüge handelt. Es sind daher nicht zuletzt auch die zu erwartenden negativen Auswirkungen auf die Realwirtschaft, auf Wachstum, gesellschaftliche Wohlfahrtseffekte und die Ersparnisbildung breiter Bevölkerungskreise, die uns dazu bewegen, gegenüber dem Vorschlag der Einführung einer Finanztransaktionssteuer eine äußerst kritische Haltung einzunehmen. – Eine Beurteilung, die im Übrigen von zahlreichen anderen internationalen Verbänden und Selbstregulierungsorganisationen aus dem Wertpapierbereich geteilt wird⁴, und die sich dabei auf zahlreiche wissenschaftliche Untersuchungen stützen kann.⁵

Selbst der *Internationale Währungsfond* stellt der Finanztransaktionssteuer in seiner für die G-20 verfassten Analyse vom Juni 2010 zur Frage einer fairen Beteiligung der Finanzwirtschaft an der Krisenbewältigung⁶ durchwegs „schlechte Karten“ aus. Mit anderen Worten, *selbst wenn man als Zielvorgabe eine allgemeine Erhöhung der Abgabenlast des Finanzsektors anstrebt, spricht vieles dafür, dass es sich aufgrund mangelnder Zielgerichtetheit und unerwünschter Nebeneffekte bei der Finanztransaktionssteuer um eine der schlechtesten denkbaren Politikoptionen handelt.*

Bevor wir auf die benannten allgemeinen Vorbehalte, die gegen die Einführung einer solchen Steuer sprechen, näher eingehen, sehen wir es jedoch als unsere Pflicht an, im Interesse der durch den bwf vertretenen Unternehmen darauf hinzuweisen, welche geradezu dramatischen nachteiligen Auswirkungen eine marktweite, unterschiedslose Finanztransaktionssteuer gerade für die hiesige Finanzmarktstruktur und dort insbesondere für die Bereiche des Wertpapiergeschäfts haben könnte, in denen der Mensch bisher noch *nicht* vollständig durch Computer und Algorithmen verdrängt worden ist:

Existenzgefährdung des intermediär-gestützten Wertpapierhandels

Der Wertpapierhandel als Dienstleistung für Andere, wie er von den bwf Mitgliedsfirmen in ihrer Funktion als *Marktintermediäre* betrieben wird, sähe sich in Folge der Einführung einer undifferenzierten marktweiten Finanztransaktionssteuer in der gegenwärtig diskutierten Form mit erheblichen Wettbewerbsnachteilen und zusätzlichen Kostenbelastungen konfrontiert, die im Ergebnis bis hin zur Infragestellung der Geschäftsmodelle und damit zur Existenzgefährdung der jeweiligen Firmen führen könnten.

Betroffen wären hiervon insbesondere die *Preisfeststellung im börslichen Parketthandel* wie auch die *Ausführung von Kundenaufträgen* im institutionellen Geschäft durch hierauf spezialisierte Wertpapierfirmen. Ursächlich für die zu erwartenden gravierenden Probleme ist der Umstand, dass Intermediäre, aufgrund veränderter Kundenanforderungen und technischer wie regulatorischer

Rahmenbedingungen (Stichwort: „MiFID“), in den letzten Jahren zunehmend vom reinen Vermittler zum aktiven Liquiditätsspender und damit zu einer von der Finanztransaktionssteuer potentiell erfassten Gegenpartei geworden sind.

Im Falle des Parketthandels hat nicht zuletzt die starke Betonung des Faktors „Ausführungsgeschwindigkeit“ im Rahmen der rechtlichen Anforderungen zur bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen („Best Execution“)⁷ dazu geführt, dass im Rahmen der Preisfeststellung heute sehr häufig ein Selbsteintritt des „Spezialisten“ bzw. „Qualified Liquidity Providers“ (vormals Skontroführer bzw. Kursmakler) erfolgt.

Mit anderen Worten, wo der frühere Skontroführer/Kursmakler das Geschäft zwischen dem Verkäufer und dem Käufer i.d.R. lediglich vermittelt hat, findet heute zumeist eine rechtliche „Dublizierung“ der Transaktion statt, wobei der Intermediär die Papiere zunächst von der einen Partei erwirbt, um sie – je nach Marktsituation – unmittelbar im Anschluss oder mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung, an eine andere Partei weiter zu veräußern. Die beschriebenen, im Rahmen der Preisfeststellung praktisch „automatisch“ entstehenden Teilgeschäfte, würden nicht nur bei den Anlegern sondern auch auf Seiten des Intermediärs nach derzeitiger Konzeption und insbesondere nach Richtlinienvorschlages der Europäischen Kommission, von der Finanztransaktionssteuer erfasste eigenständige Geschäftsvorfälle darstellen. Die beschriebene marktmodellabhängige „Verdopplung“ des Geschäfts (und damit der Steuerereignisse) würde daher für den Intermediär einen klaren Wettbewerbsnachteil gegenüber dem vollelektronischen Handel, bei dem Kauf- und Verkaufsaufträge lediglich auf Grundlage eines Algorithmus zusammengeführt werden, bedeuten.

Die dem Intermediär so entstehenden zusätzlichen Kosten würden die wirtschaftliche Grundlage des traditionellen, über Jahrzehnte bewährten Parketthandels letztendlich in Frage stellen, da selbst eine Steuer in der vorgeschlagenen Höhe von 0,1% auf Kassageschäfte die erzielbare Vermittlungsprovision⁸

in den meisten Fällen aufzehren und häufig noch übersteigen würde.⁹

Ein ganz ähnliches Problem würde sich für solche Wertpapierfirmen ergeben, die als Dienstleistung für institutionelle Kunden (etwa Fonds- oder Versicherungsgesellschaften) Wertpapieraufträge ausführen. Auch hier läuft das Geschäft aus unterschiedlichen technischen, rechtlichen und wirtschaftlichen Gründen – etwa weil sich der auftraggebende Kunde seitens des Intermediärs eine bestimmte Ausführungsqualität zusichern lässt¹⁰ – heute i.d.R. über das eigene „Buch“ der Wertpapierfirma. Dies hat zur Folge, dass neben der *Ausführung am Markt* (beispielsweise auf „Xetra“) ein weiteres „Abrechnungsgeschäft“ zwischen Kunde und Wertpapierfirma entsteht, welches wiederum (zusätzlich) von einer Finanztransaktionssteuer erfasst würde. – Auch hier ergäbe sich somit ein *faktischer „Doppelbesteuerungseffekt“*.

Wertpapierfirmen, die Kundenaufträge durch ihre Händler in der beschriebenen Weise ausführen lassen, konkurrieren dabei mit seitens institutioneller Kunden unterhaltenen eigenen Handelsabteilungen als auch mit diversen Formen des algorithmischen Handels, bei denen die Order im Namen des Kunden von einem Computer vollautomatisiert „abgearbeitet“ wird. In diesem wettbewerbsintensiven Markt bewegen sich die reinen Ausführungsprovisionen (ganz anders als etwa in dem zumeist von Universalbanken betriebenen Privat- bzw. „Retail“-Kundengeschäft) im Bereich weniger Basispunkte^{11,12}

Mit anderen Worten, die den orderausführenden Intermediär treffende zusätzliche Steuerbelastung, welche er (anders als im Fall der marktseitigen Ausführungsgeschäfte) realistisch Weise nicht an den Auftraggeber weitergeben kann¹³, würden auch hier praktisch seinen gesamten Rohertrag aus der Ausführung der Kundenorder aufzehren oder diesen sogar übertreffen.

Ähnlich wie beim Parketthandel, würde dies letztendlich den Fortbestand der beschriebenen Wertpapierdienstleistung in Frage stellen, sofern im Fall der Einführung einer Finanztransaktionssteuer nicht gleichzeitig

zielgerichtete Bereichsausnahmen für den beschriebenen intermediärsvermittelten Wertpapierhandel normiert würden.

Bisher wird allerdings lediglich im vorliegenden deutsch-französischen Positionspapier die Möglichkeit bzw. Erfordernis von Ausnahmeregelungen für nicht spekulative Finanztransaktionen erwähnt¹⁴, wobei ausdrücklich auch „Market-Making-Aktivitäten“ angesprochen werden.¹⁵ Sofern hierunter auch der börsliche Parketthandel hiesiger Prägung fallen würde, wäre dies ausdrücklich zu begrüßen. Wie oben gezeigt, ist der Präsenzhandel jedoch nicht der einzige Bereich, in dem eine Freistellung – eines Teils der Transaktionskette – von der beabsichtigten Steuer dringend geboten wäre. *Entsprechende Bereichsausnahmen erscheinen daher allgemein in all den Fällen erforderlich, in denen die Einschaltung eines Intermediärs und damit die Beteiligung des „Faktors Mensch“ bei der Ausführung eines Wertpapiergeschäfts zu einer juristischen Dublizierung der Anzahl der Geschäftsvorfälle führt.*

Dies voraus geschickt, nehmen wir zu den weiteren allgemein zu erwartenden Auswirkungen der vorliegenden Vorschläge zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer wie folgt Stellung:

Unklare Zielsetzung und mangelnde regulatorische Kohärenz

Den unterschiedlich detaillierten Vorschlägen des Antrags der SPD Fraktion, des deutsch/französischen Positionspapiers, als auch dem Richtlinienvorschlag der Europäischen Kommission, ist gemein, dass die Autoren – wenn auch bei teilweise unterschiedlicher Diktion – die Finanztransaktionssteuer als *Instrument der „Krisenbewältigung“* im Sinne der Durchsetzung eines *Finanzierungsbeitrags des Finanzsektors* (also in erster Linie als Abschöpfungssteuer), gleichzeitig jedoch auch als Lenkungs- bzw. *Stabilisierungsinstrument* verstanden wissen wollen.¹⁶ Dabei soll die Steuer auf eine möglichst breite Basis von Kassa- und Derivate-, börslichen und außerbörslichen Transaktionen erhoben werden.

Dabei erwartet etwa die Europäische Kommission im Falle einer Umsetzung jährliche

Steuereinnahmen in Höhe von 57 Mrd. Euro¹⁷ und auch der deutsch-französische Vorschlag spricht einer Finanztransaktionssteuer ein „*erhebliches Einnahmepotential*“ zu.¹⁸

Für den (aus unserer Sicht allerdings sehr unwahrscheinlichen) Fall, dass sich die erhoffte fiskalische Wirkung als realistisch erweisen sollte und die Belastung de facto tatsächlich im Wesentlichen den Finanzsektor (und hier in erster Linie die großen, am Finanzmarkt international tätigen Institute) treffen würden, so wäre die hieraus entstehende Belastung allerdings erheblich.

Zum Vergleich: Die seitens der Europäischen Kommission prognostizierten 57 Mrd. Euro, auch wenn die vorgeschlagenen Steuersätze von 0,1% auf Kassa- und 0,01% auf Derivategeschäfte auf den ersten Blick sehr gering erscheinen mögen, entsprächen näherungsweise dem gesamten Bilanzgewinn der fünfzehn nach Bilanzsumme größten europäischen Banken für das Jahr 2010!¹⁹ Eine derartige Belastung wäre in jedem Fall exzessiv und auch mit einem von der Kommission unterstellten derzeitigen „Steuervorteil“ aus dem Mehrwertsteuerprivileg des Finanzsektors in Höhe von jährlich 18 Mrd.²⁰ kaum zu rechtfertigen.

Hinzu kommt Folgendes: Wenn es zutrifft, dass als Reaktion auf die Finanz- und die europäische Staatsschuldenkrise eine *Rekapitalisierung europäischer Banken* zum Zwecke der Stabilisierung des Finanzsystems derzeit die vordringlichste regulatorische Aufgabe im europäischen Kontext darstellt – wofür nach Berechnungen der European Banking Authority (EBA) vom Oktober 2011 rund 100 Mrd. Euro erforderlich wären²¹ – und die Bundesregierung hierbei auch „erzwungene“ Staatshilfen (mithin eine [Teil]verstaatlichung von Instituten mit Steuergeldern) nicht ausschließt²², dann ist es schlichtweg unverständlich (und wäre zudem in hohem Maße stabilitätsgefährdend), wenn man die selbe Gruppe von Unternehmen im gleichen Atemzug jährlich mit 57 Mrd. Euro zusätzlichen Steuerabgaben belastet würde²³. – Hier offenbart sich ein gefährlicher Mangel an Kohärenz, der eigentlich auch demjenigen einsichtig sein müsste, der eine höhere Abgabenlast des Finanzsektors als

vorgeblichem „*Gebot der Gerechtigkeit*“²⁴ grundsätzlich für wünschenswert hält.

In der Diskussion, ob eine Finanztransaktionssteuer vornehmlich als *Abschöpfungs-* oder als *Lenkungssteuer* ausgestaltet werden sollte, sei zudem darauf verwiesen, dass der oftmals als „Vater des Gedankens“ in Anspruch genommene Wirtschaftsnobelpreisträger *James Tobin*, der nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods Systems in den siebziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts eine Steuer auf Devisentransaktion vorschlug²⁵, die nach ihm benannte Steuer in erster Linie als reine *Lenkungssteuer* verstanden haben wollte. Das damit verfolgte Ziel, einer Begrenzung spekulativer Preisbewegungen an den Devisenmärkte, sollte allerdings kein Selbstzweck sein, sondern der (teilweisen) Rückgewinnung geld- und fiskalpolitischer Handlungsspielräume einzelner Volkswirtschaften dienen, die man in Folge des Übergangs von festen zu flexiblen Wechselkursen weitgehend aufgegeben hatte.²⁶

Allerdings ist es mehr als fraglich, ob sich der 2002 verstorbene Nobelpreisträger auch heute noch für die Einführung einer wie auch immer gearteten Finanztransaktionssteuer aussprechen würde, da aktuelle empirischen Analysen nahezu durchgängig darauf hinweisen, dass die Besteuerung von Finanztransaktionen aufgrund der hiermit verbundenen *Liquiditätsverringerung* nicht selten zu einer *Erhöhung der Preisschwankungen* führt²⁷ – also genau das Gegenteil von dem bewirkt, was Tobin intendiert hatte.²⁸

Verteilung der Abgabenlast nicht verursachungsgerecht

Als Begründung zur Rechtfertigung der Einführung einer Finanztransaktionssteuer wird von deren gegenwärtigen Befürwortern zumeist das *Argument der „Finanzierungsgerechtigkeit“* ins Feld geführt. Ziel ist es demnach, mit der geplanten Steuer vorrangig die *Verursacher der Finanzkrise* „zur Kasse zu bitten“, da diese schließlich in erheblichem Umfang von Aufwendungen der öffentlichen Hand zur Krisenbewältigung profitiert hätten. Ob die benannte Steuer (unabhängig von den mit ihr verbundenen zahlreichen noch zu analysierenden, zumeist unbeab-

sichtigten Nebenwirkungen) auch nur ansatzweise geeignet wäre, die in sie gesteckten Erwartungen zu erfüllen, muss indes aus verschiedenen Gründen bezweifelt werden:

Konzeptionell sehen alle drei hier gegenständlichen Vorschläge bekanntlich eine möglichst *breite und einheitliche Besteuerung* des Erwerbs und der Veräußerung von Finanzinstrumenten vor. Eine Differenzierung nach *Art der Finanzinstrumente*²⁹, nach *Handelsplätzen* oder den von der Steuerpflicht erfassten *Wirtschaftssubjekten* ist bisher in keinem der Vorschläge vorgesehen. Mit anderen Worten: „Gerecht“ – im Sinne der beabsichtigten „rückholenden Finanzierung“ öffentlicher Aufwendungen zur Krisenbewältigung – wäre eine solche Steuer allenfalls dann, wenn sich ein schlüssiger und durchgängiger Zusammenhang zwischen dem jeweiligen Beitrag zur Verursachung der Krise und dem Umfang des (zukünftigen) Handels mit Finanzinstrumenten – gleich welcher Art bzw. welchen Risikogehalts und unabhängig vom zugrundeliegenden wirtschaftlichen Geschäftszweck – nachweisen ließe. Eine derartige, simplifizierende Annahme mag aufgrund des unterstellten monokausalen Zusammenhangs eingängig sein und damit geeignet erscheinen, gewisse populistische Klischees zu bedienen, ökonomisch plausibel oder gar belegbar ist sie indes nicht.

Zum Einen würde die *unmittelbare Zahllast* einer Finanztransaktionssteuer unterschiedslos die *Gesamtheit der Anleger* treffen, zu der auch – aber eben bei weitem nicht ausschließlich – Banken und Finanzinstitute zählen. Zum Anderen sei daran erinnert, dass die Europäische Kommission in ihrer Auswirkungsstudie zum Richtlinienentwurf richtiger Weise selber festgestellt hat, *dass die jüngste Finanzkrise das Ergebnis eines komplexen Zusammenspiels von Fällen von Marktversagen, globaler wirtschaftlicher und monetärer Ungleichgewichte, unangemessener Regulierung, schwacher Aufsichtsstrukturen und unzureichender vorausschauender makroökonomischer Analysen ist.*³⁰

Dass Banken und anderen Finanzinstitutionen hierbei ein erheblicher Teil der Gesamtverantwortung zukommt, ist unbestritten. Es wäre jedoch falsch anzunehmen oder zu

unterstellen, dass der „Finanzsektor“, im Hinblick auf den Grad der Involviertheit in das Entstehungsgefüge der Finanzkrise, eine auch nur ansatzweise homogene Gruppe darstellt. Richtig ist vielmehr, dass der jeweilige Beitrag einzelner Banken und Finanzinstitute zum Entstehen der Krise höchst unterschiedlich ausfällt und weite Teile des Kreditgewerbes, wie im Übrigen auch des Wertpapierhandels, so gut wie keine Verantwortung trifft.

Mit Blick auf die *Finanzinstrumente*, denen eine *direkte krisenverursachende Wirkung* zugeschrieben werden kann, handelt es sich zudem um eine vergleichsweise kleine Zahl komplexer Derivate aus der Gruppe der Verbriefungsprodukte. So waren es ganz überwiegend derartige „*Asset-Backed-Securities*“³¹, welche nach dem Platzen der Bewertungsblase zu den exorbitanten Verlusten auf den Bankbilanzen geführt haben. Es wäre daher schlicht unzutreffend, sämtliche Finanzinstrumente in ihrer Gesamtheit in die Reihe der krisenverursachenden Faktoren einordnen zu wollen. Auch deshalb erscheint das Konzept einer marktbreiten Steuer auf den Handel mit Finanzinstrument verfehlt.

Hinzu kommt, dass auch die Rolle der verschiedenen *Marktplätze* und *Handelsformen* im Kontext der Finanzkrise höchst unterschiedlich zu bewerten ist. So wurden die o.g. Verbriefungsprodukte, die sich im Zuge der Krise zu „*Toxic Assets*“ entwickelten, praktisch ausschließlich im außerbörslichen Handel umgesetzt. Die im Vergleich zum börslichen Handel geringere Transparenz dieser „*OTC-Märkte*“ hat die krisenursächliche Fehlbewertung von Finanzinstrumenten nicht nur begünstigt, sondern nach Ausbruch der Krise deren Folgen, durch das Fehlen verlässlicher und kontinuierlicher Preisbildungsmechanismen, noch weiter verschärft.³²

Die beschriebene *Undifferenziertheit gegenüber wesentlichen krisenverursachenden Faktoren*, muss daher als erheblicher konzeptioneller Schwachpunkt des Instruments Finanztransaktionssteuer bewertet werden. Schon allein deshalb vermag sie der Vorgabe einer (verursachungs)gerechten Finanzierungsbeitragung an den Kosten der Krisenbewältigung *nicht* gerecht zu werden. Inso-

fern verwundert es nicht, dass auch der IWF in seiner, im Auftrag der G20 erstellten Analyse möglicher Formen der Beteiligung des Finanzsektors an den Kosten der Finanzkrise, ausdrücklich darauf hinweist, dass das Instrument der Finanztransaktionssteuer, *die wesentlichen Entstehungsgründe finanzieller Instabilität und systemischer Risiken überhaupt nicht berücksichtigen, geschweige denn in geeigneter Weise adressieren würde*.³³

Darüber hinaus würde eine breit angelegte Finanztransaktionssteuer, entgegen den gegenteiligen Beteuerungen ihrer Befürworter, eben *nicht* allein *Bank und Finanzinstitute* treffen, sondern auch Vermögensdispositionen in der *Realwirtschaft* und die Ersparnisbildung *privater Haushalte*, etwa zum Zwecke der *Altersvorsorge* belasten.³⁴

Besonders deutlich wird dies am Beispiel von *Investmentfondsanteilen*, die ja ebenfalls der Besteuerung unterliegen sollen: Da nicht allein Erwerb und Veräußerung der Fondsanteile durch die Anleger, sondern in gleicher Weise die das Fondsvermögen betreffenden Transaktionen des Fondmanagements ein Steuerereignis darstellen würden, wären Fonds gegenüber anderen Anlageprodukten aber auch gegenüber der Direktanlage klar benachteiligt.

Auch wenn es zutreffend ist, dass ein Großteil der besteuerten Finanztransaktionen zwischen dem Finanzsektor zuzurechnenden Firmen abgewickelt werden, ändert dies nichts daran, dass sämtliche Wirtschaftssubjekte, die Finanzinstrumente, zu welchem Zweck auch immer, direkt oder indirekt, erwerben oder veräußern, von der Steuer erfasst würden. Darüber hinaus birgt – worauf der IWF in seinem zuvor zitierten Bericht an die G20 nachdrücklich hingewiesen hat – gerade eine undifferenzierte marktweite Finanztransaktionssteuer die *Gefahr eines Abwälzens großer Teile der Steuerlast über die Preise für Finanzdienstleistungen und Zinsmargen auf Unternehmen und private Haushalte*.^{35 36}

Mindestens ebenso bedeutsam wie die Frage der tatsächlichen, unmittelbaren oder mittelbaren Steuerbelastung sind zudem *indirekte bzw. mittelbare ökonomische Effekte*, die

sich als Folge der Erhebung einer Finanztransaktionssteuer ergeben könnten:

Zu erwartende markstrukturelle Auswirkungen für die europäischen Finanzmärkte

Ökonomisch betrachtet führt eine Finanztransaktionssteuer zunächst zu einer Erhöhung der *direkten* Handelskosten. Dabei steht zu erwarten, dass dies einen spürbaren *Rückgang der Marktliquidität* zur Folge hätte. Hiervon wären, was politisch durchaus intendiert zu sein scheint^{37 38}, in besonderem Maße – aber bei weitem nicht ausschließlich – bestimmte kurzfristige, auf sehr geringen Margen beruhende Geschäftsmodelle (Stichwort: „*High-Frequency-Trading*“³⁹) betroffen. Berücksichtigt man, dass derartige ultra-kurzfristigen Geschäfte in bestimmten Markt Bereichen – insbesondere im Aktienhandel großer börsengehandelter Aktiengesellschaften (sog. „*Blue-Chips*“) – mittlerweile auch in Europa über die Hälfte des Gesamtumsatzes ausmachen können, so wären mit einer *prohibitiven* Besteuerung (die allerdings keine Einnahmen generieren würde) zweifellos erhebliche kontraktive Auswirkungen verbunden.

Im Falle einer geografisch auf Europa begrenzten Einführung einer Finanztransaktionssteuer besteht zudem die ernst zu nehmende Gefahr, dass die Handelsumsätze auf den hiesigen Finanzmärkten durch *Geschäfts- oder Unternehmensverlagerungen* in nicht von der Finanztransaktionssteuer erfasste Jurisdiktionen weiter reduziert würden. – Eine Gefahr, die von den Befürwortern der Transaktionssteuer zwar durchaus gesehen, hinsichtlich der Stärke, der mit einer solchen Steuer etablierten Anreizstrukturen zu ihrer Umgehung, aber vermutlich stark unterschätzt wird.

Zwar versucht der Richtlinienvorschlag der Europäischen Kommission beispielsweise durch die Anwendung des „*Ansässigkeitsprinzips*“ und die Einbeziehung von Transaktionen innerhalb einer Unternehmensgruppe die Möglichkeit zur Verwirklichung von Umgehungstatbeständen zu minimieren, doch wäre der angesichts der anvisierten Höhe der Abgabe von jährlich 57 Mrd. EUR hierdurch

entstehende Anpassungsdruck zweifellos erheblich.

In diesem Zusammenhang sollte nicht übersehen werden, dass – entgegen der landläufigen Meinung – die *Profitabilität des Finanzsektors* in den meisten europäischen Ländern (mit Ausnahme Schwedens und des Vereinigten Königreichs) bereits heute im Schnitt deutlich *unterhalb* der Vergleichszahlen aus der Realwirtschaft liegt.⁴⁰ Soweit es sich gerade bei den großen Unternehmen des Finanzsektors praktisch durchgängig um börsennotierte Aktiengesellschaften handelt, dürfte allein die Renditeerwartung der Anteilseigner zu einer entsprechenden Motivation der Unternehmensleitungen führen „kreative“ Wege zur Umgehung der geplanten Steuer zu finden.⁴¹

Dass nicht nur auf globaler Ebene, sondern auch innerhalb Europas nach wie vor *erhebliche Vorbehalte* gegen die Einführung einer Finanztransaktionssteuer vorgetragen werden, kann insofern nicht verwundern. Neben dem *Vereinigten Königreich*, dessen Volkswirtschaft in deutlich stärkerem Umfang als der europäische Durchschnitt von der Wirtschaftsleistung der heimischen Finanzwirtschaft abhängig ist, spricht sich u.a. auch *Schweden*, das bekanntlich in den 90er Jahren des vergangenen Jahrhundert äußerst negative Erfahrungen mit der Einführung einer Finanztransaktionssteuer gemacht hat, nach wie vor vehement gegen deren Einführung auf europäischer Ebene aus.⁴²

Nicht zuletzt vor dem Hintergrund, dass seitens der Bundesregierung offenbar ggf. auch eine auf den Euro-Raum begrenzte Einführung einer Finanztransaktionssteuer für denkbar gehalten wird⁴³, sei zudem daran erinnert, welche Dynamik sich im Hinblick auf Verlagerungseffekte auch aus vergleichsweise kleinen Belastungen ergeben kann:

So kam es, ebenfalls in den 90er Jahren, aufgrund des Festhaltens der Bundesbank an der *Mindestreservepflicht auf Wertpapierpensionsgeschäfte in Bundesanleihen*⁴⁴ seinerzeit nicht nur zu einer Abwanderung des „*Repo-Desk*“ sondern praktisch des *gesamten* Marktes für Schuldverschreibungen des Bundes

von Frankfurt nach London! – Erst nachdem die Bundesbank im Jahre 1997 die Mindestreservepflicht auf Repo-Geschäfte aufgehoben hatte, setzte eine Gegenbewegung ein und es kam zu einer „Repatriierung“ des Handels mit Bundeswertpapieren nach Frankfurt.⁴⁵ – Würde man heute eine Finanztransaktionssteuer isoliert für den Euro-Raum einführen, so wäre es im Lichte der hier beschriebenen Erfahrung mehr als wahrscheinlich, dass hierdurch die vergleichsweise Dominanz des Finanzplatzes London gegenüber den übrigen europäischen Finanzzentren in erheblichem Maße weiter gestärkt würde.

In dem Maße wie eine Finanztransaktionssteuer aufgrund der beschriebenen Prohibitions- und Verlagerungs-Effekte die Marktliquidität verringert, würde eine Transaktionssteuer neben einer durch die Abgabe unmittelbar induzierten Erhöhung der direkten Transaktionskosten auch die *indirekten* Kosten des Handels mit Finanzinstrumenten erhöhen. Je nachdem wie hoch die Reduzierung der Marktliquidität tatsächlich ausfallen würde – wobei eine Kontraktion im deutlichen zweistelligen Prozentbereich nicht unwahrscheinlich erscheint, sähen sich die Anleger mit einem Anstieg des sog. „*Market Impact*“⁴⁶ konfrontiert. Dabei wäre es durchaus denkbar, dass die negativen wirtschaftlichen Auswirkungen in Folge der Vergrößerung des Abstands zwischen Kauf- und Verkaufsofferten („*Bid-Ask-Spread*“⁴⁷) – ein Effekt, der im Übrigen keinerlei fiskalischen Erträge generieren würde – aus Sicht der Anleger die direkten, sich aus der Abgabenlast selber ergebenden „Kosten“ noch übersteigen würde.

In dem Maße wie durch den Anstieg der direkten und indirekten Transaktionskosten zusätzlich die Aktivität an den Finanzmärkten gedämpft würde, käme es zu einer gefährlichen, sich selbst verstärkenden, die Markteffizienz beeinträchtigenden Wechselwirkung, die gerade vor dem Hintergrund der sich aktuell weiter verschärfenden europäischen Staatsschuldenkrise äußerst kritisch zu bewerten wäre. Hier bestünde zweifellos die Gefahr, dass sich die ohnehin bereits auf kritischem Niveau befindlichen *Refinanzierungskosten* diverser Schuldnerstaaten weiter erhöhen könnten.

Demgegenüber dürfte sich die Erwartungen der Befürworter einer Finanztransaktionssteuer, diese könne – wie es bspw. der Antrag der SPD Fraktion formuliert – „*einen wesentlichen Beitrag zur Stabilisierung des Finanzmarktes insgesamt [leisten]*“⁴⁸ oder gar – wie es sich die Europäische Kommission erhofft – „*als regulatorische Maßnahme zur Vermeidung künftiger Krisen [beitragen]*“⁴⁹ als reines Wunschdenken erweisen.⁵⁰

Nicht zuletzt könnte die geografisch beschränkte Einführung einer rein europäischen (oder gar auf den Euro-Raum begrenzten) Finanztransaktionssteuer dazu führen, dass sich im globalen Vergleich die Attraktivität der europäischen Finanzzentren signifikant verschlechtern würde. – Ausweislich des *Global Financial Centres Index* vom September 2011 befindet sich, als einziger Handelsplatz innerhalb der Europäischen Union, bereits heute allein *London* noch unter den weltweiten „Top 10“. Demgegenüber hat sich beispielsweise die gemessene Attraktivität des Finanzplatzes *Frankfurt* seit der erstmaligen Berechnung des Index im Jahre 2007 bis heute vom ursprünglich sechsten auf den 16. Rang deutlich verschlechtert.⁵¹

Zu erwartende Auswirkungen auf die Realwirtschaft

Die mittelbaren negativen Auswirkungen einer Finanztransaktionssteuer blieben darüber hinaus keineswegs auf den Bereich der Finanzmärkte beschränkt. Vielmehr würde eine steuerinduzierte Erhöhung der Transaktionskosten unweigerlich zu einem die „Realwirtschaft“ unmittelbar treffenden *Anstieg der Kapitalkosten* für sämtliche Emittenten der mit der Abgabe belasteten Finanzinstrumente führen.⁵² Der ökonomische Effekt ist dabei grundsätzlich vergleichbar, ungeachtet dessen, ob es sich bei den betreffenden Finanzinstrumenten um Unternehmensanteile (Aktien) oder Anleihen privater oder öffentlicher Schuldner handelt.

Dass ein solcher Wirkungszusammenhang dem Grunde nach besteht, ist im Wesentlichen unstrittig.⁵³ Die unmittelbaren Auswirkungen einer Erhöhung der Kapitalkosten lägen in einer *Reduzierung des volkswirtschaftlichen Produktionsniveaus und Wachs-*

tums, infolge unterbleibender Investitionen. Mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung würden sich hierdurch zudem kontraktive Auswirkungen auf das *Beschäftigungsniveau* und nicht zuletzt das *Steuergesamtaufkommen* bemerkbar machen.⁵⁴

Unerwünschte „Nebenwirkungen“ einer Finanztransaktionssteuer sind auch deshalb in erheblichem Umfang zu erwarten, weil diese, soweit sie tatsächlich Transaktionen, die allein innerhalb des Finanzsektors oder aber zwischen Unternehmen des Finanz- und des Realsektors stattfinden, erfasst, gegen eines der zentralen Prinzipien vernünftiger Fiskalpolitik verstößt. So ist in der Literatur allgemein akzeptiert, dass die Besteuerung von *Geschäftsumsätzen* – genauer gesagt von *Transfers vorgelagerter Wertschöpfung* – *zwischen* Unternehmen, aufgrund der damit verbundenen erheblichen *Gefahr „kaskadierender“ wirtschaftlicher Fehlallokation*, nach Möglichkeit vermieden werden sollte. Genau dies tut die Finanztransaktionssteuer jedoch *nicht* und unterscheidet sich damit konzeptionell deutlich von der Mehrwertsteuer. – *Man sollte sich daher davor hüten, in ihr lediglich eine Art Mehrwertsteuer für den Finanzsektor „mit anderen Mitteln“ zu sehen.*⁵⁵

Mit Blick auf mögliche negative gesamtwirtschaftliche Effekte des konkreten, von der Europäischen Kommission vorgelegten Richtlinienentwurfs, kommt die im Vorfeld hierzu erstellte Auswirkungsstudie in einer Modellrechnung zu dem Schluss, dass in Folge einer möglichen Umsetzung mit einer *Reduzierung des europäischen Bruttoinlandsprodukts zwischen 0,53 und 1,76% (sic!)* zu rechnen wäre. Diesem stünde lediglich ein erwarteter Anstieg der jährlichen Steuereinnahmen von weniger als 0,1% des Bruttoinlandsprodukts gegenüber.⁵⁶ – Soweit die Europäische Kommission im Lichte der hier zitierten eigenen Folgeabschätzung dennoch allen Ernstes behauptet, *„private Haushalte und kleine und mittlere Unternehmen, die nicht als Anleger an den Finanzmärkten tätig sind, wären von dem vorliegenden Vorschlag kaum betroffen“*⁵⁷, darf dies durchaus als „blauäugig“ bezeichnet werden.

Schließlich sei noch darauf hingewiesen, dass der zu antizipierenden Anstieg der Kapital-

kosten in Folge einer Finanztransaktionssteuer auch die *globale Wettbewerbsfähigkeit* der europäischen Volkswirtschaften in dem Maße belasten würde, wie die Besteuerung zu einer Reduzierung der „Grenzleistungsfähigkeit“ des im Zuge der Ersparnisbildung von den Haushalten zur Verfügung gestellten Kapitals führt. Dabei kann es gar nicht stark genug betont werden, *dass im globalen Vergleich gerade „Hochlohnländer“ zum Erhalt ihrer Arbeitsplätze in besonderem Maße auf eine effiziente Kapitalallokation und niedrige Kapitalkosten angewiesen sind.*⁵⁸

Einen derart hohen gesamtwirtschaftlichen Preis „sehenden Auges“ allein aufgrund des Ziels, die Abgabenlast eines bestimmten Wirtschaftssektors auf der Basis von „Gerechtigkeitsüberlegungen“ anheben zu wollen – noch dazu bei einer wie dargestellt höchst zweifelhaften Effizienz des eingesetzten Instruments –, würde bei distanzierter Beurteilung selbst in Phasen einer robusten konjunkturellen Grundverfassung Kopfschütteln hervorrufen. In der augenblicklichen, durch die europäische Staatsschulden- und Währungskrise in höchstem Maße belasteten Situation, halten wir ein solches Experiment – und zwar unabhängig davon, ob man eine höhere Besteuerung des Finanzsektors grundsätzlich für erstrebenswert hält oder nicht – schlicht für unverantwortlich!

¹ Vgl. International Monetary Fund (IMF), *A fair and substantial contribution by the financial sector – Final report for the G-20*, Washington DC, June 2010, S. 19 f.

² Für einen Überblick über die Forschungserträge und die wissenschaftliche Debatte über das Instrument der Finanztransaktionssteuer vgl. Thornton Matheson, *Washington DC, 2011, Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*, IMF Working Paper/11/15.

³ Vgl. Evangelische Kirche mahnt zu Solidarität in Europa - EKD-Ratsvorsitzender erneuert Forderung nach Transaktionssteuer für Finanzmärkte, Internetartikel der EKD vom 28. September 2011, URL: http://www.ekd.de/aktuell_presse/news_2011_09_28_3_rv_finanz_schuldenkrise.html

Für die römisch-katholische Kirche: Pontifical Council for Justice and Peace, *Towards Reforming the International Financial and Monetary Systems*

in the Context of Global Public Authority, Vatican, 24.10.2011, URL:

<http://www.news.va/en/news/full-text-note-on-financial-reform-from-the-pontif>

⁴ Vgl. Schreiben des *International Council of Securities Associations* (ICSA) an José Manuel Baroso, Michel Barnier und Algirdas Semeta vom 27. Oktober 2011; abrufbar über die bwf Webseite unter dem Menüpunkt „Stellungnahmen“:

<http://www.bwf-verband.de>

⁵ Vgl.: Matheson, 2011, a.a.O.

⁶ IMF, June 2010, a.a.O., S. 19 ff.

⁷ Wenn heute in der politischen Diskussion das Wort von einer anzustrebenden „*Entschleunigung*“ der Märkte die Runde macht, sollte daher nicht übersehen werden, dass es keineswegs allein technische Entwicklungen und wirtschaftliche Interessen, sondern zuweilen eben auch die Umsetzung neuer regulatorischer Vorgaben waren, welche zu einer weiteren Beschleunigung des Handels mit Finanzinstrumenten beigetragen hat.

⁸ Dies entspricht insofern dem Rohertrag vor Betriebskosten.

⁹ Würde man indes versuchen, die für den Intermediär entstehende Steuerbelastung durch eine Ausweitung des „*Spreads*“ zwischen An- und Verkaufspreis ganz oder teilweise aufzufangen, so würde dies bedeuten, dass die Anleger faktisch die doppelte Steuerbelastung zu tragen hätten. Dies wiederum würde jedoch, schon aufgrund der rechtlichen Vorschriften zur bestmöglichen Ausführung von Kundenorders wie sie für Banken und Wertpapierfirmen gelten, die Konkurrenzfähigkeit des Parketthandels untergraben und zu einer entsprechenden weiteren Verlagerung von Orderströmen auf vollelektronische Handelsplätze führen. Zur Kompensierung des beschriebenen faktischen „*Doppelbesteuerungseffekts*“, müsste der An-/Verkaufs-Spread zudem noch stärker steigen als dies als Reaktion auf eine Finanztransaktionssteuer aufgrund damit verbundener Liquiditätsreduzierender Effekte ohnehin zu erwarten ist; dies jedoch wäre weder wünschenswert noch durchsetzbar.

¹⁰ Sog. „*AQR-*“ oder „*VWAP-Orders*“

¹¹ Erläuterung: Ein Basispunkt entspricht dem Prozent eines Prozents; ein Prozentpunkt entspricht umgekehrt 100 Basispunkten.

¹² Wird indes eine vergleichsweise höhere Ausführungsprovision im dann (niedrigen) zweistelligen Basispunktebereich vereinbart, handelt es sich dabei in der Regel faktisch um einen „*Gesamtpreis*“ in dem auch nicht unmittelbar ausführungsbezogene Leistungen – etwa der Bezug von Research-Berichten – enthalten ist. Nur durch die Integration derartiger „*value added services*“ ist es dem intermediärbasierten Handel häufig überhaupt noch möglich sich im Wettbewerb gegen die

„*black box*“ einer vollcomputerisierten Orderausführung (Stichwort: „*Algo-Trading*“) zu behaupten.

¹³ Zudem würde ein weitereichen der Steuerbelastung aus dem marktseitigen und dem abrechnungstechnischen Geschäft die Handelskosten des Auftragsgebers weiter erhöhen und die erzielbare Anlagerendite entsprechend mindern. Da es sich bei den Auftraggebern wie beschrieben häufig um Publikumsfonds und Versicherungsunternehmen handelt, wären hiervon letztendlich deren Kunden und damit nicht selten Privathaushalte mit Kapitallebensversicherungen oder fondgebundenen Ersparnissen bzw. Altersvorsorgeprodukten betroffen.

¹⁴ Vgl. Vorläufige Konzeption einer Finanztransaktionssteuer, Anlage zum Brief von Minister Dr. Wolfgang Schäuble und Minister François Baroin an Michel Barnier und Algirdas Semeta vom 9. September 2011, Finanzausschuss Ausschussdrucksache 17 (7) 226, S. 2 & S. 5, Anlage 3 der Anhörungsunterlagen,

¹⁵ Im Vereinigten Königreich existiert ebenfalls eine entsprechende Ausnahmeregelung für „*Market Maker*“ von der dortigen „*Stamp Duty*“.

¹⁶ Der Richtlinienvorschlag führt als weitere Begründung die Verbesserung der Steuergerechtigkeit an, da der Finanzsektor von Mehrwertsteuerpflicht befreit sei.

¹⁷ Vgl. Presseerklärung der Europäischen Kommission vom 28.09.2011, Referenz: IP/11/1085

¹⁸ Vgl. Brief von Minister Dr. Wolfgang Schäuble und Minister François Baroin an Michel Barnier und Algirdas Semeta vom 9. September 2011, Finanzausschuss Ausschussdrucksache 17 (7) 226, Anlage 3 der Anhörungsunterlagen

¹⁹ Vgl. International Directory of Banks, Top Banks and Banking Groups in Europe, ranked by total assets (as at 31/12/2010), URL: <http://www.banksdaily.com/topbanks/Europe/2010.html>

²⁰ Vgl. Presseerklärung der Europäischen Kommission vom 28.09.2011, Referenz: IP/11/1085

²¹ Vgl. European Banking Authority (EBA), The EBA details the EU measures to restore confidence in the banking sector, London, 26.10.2011, URL: <http://www.eba.europa.eu/News--Communications/Year/2011/The-EBA-details-the-EU-measures-to-restore-confidence.aspx>

²² Vgl. Spiegel Online vom 14.10.2011: Schäuble beharrt auf staatlichen Finanzhilfen, URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/o.1518.791930.00.html>

²³ Dies würde die interne Kapitalaufbringung im Zuge der Gewinnthesaurierung erschweren und eine externe Kapitalaufbringung – sei es aus privaten oder öffentlichen Quellen – in Höhe der zu antizipierenden Steuerlast „neutralisieren“.

²⁴ Vgl. Antrag der Fraktion der SPD „Finanztransaktionssteuer in Europa einführen – Gesetzesinitiative jetzt vorlegen“ – Drucksache 17/6086, Anlage 2 der Anhörungsunterlagen

²⁵ James Tobin, A Proposal for International Monetary Reform, *Eastern Economic Journal* 4(3-4), 1978, S. 153 ff.

²⁶ Die Steuer sollte demnach v.a. prohibitiv wirken, indem sie „spekulative“ Devisentransaktionen wirtschaftlich uninteressant macht. – Vgl. auch: Die missbrauchen meinen Namen, Interview mit James Tobin, Spiegel-Online artikel vom 02.09.2001, URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,druck-154668,00.html>

²⁷ Vgl. IMF, June 2010, a.a.O., S. 20

²⁸ Ganz abgesehen davon, dass es Tobin einzig und allein um eine *globale*, währungsraumübergreifende Devisentransaktionssteuer ging. Eine Besteuerung von anderen Finanztransaktionen gleich welcher Art, bzw. von Transaktionen innerhalb eines Währungsraums, hatte er nie im Sinn, bzw. hielt diese – wie er am Beispiel der USA darlegte – für überflüssig und wirkungslos. Darüber hinaus sollte Staaten mit unterschiedlichen aber eng verbundenen Währungen die Möglichkeit gegeben werden, auf die Erhebung der Steuer zu verzichten. Vgl. Tobin, a.a.O.

²⁹ Die Vorschläge des deutsch-französischen Positionspapiers sowie der Richtlinienvorschlag der Europäischen Kommission sehen lediglich unterschiedlichen Bemessungsgrundlagen für Kassa- und Derivategeschäfte vor, die im Richtlinienvorschlag zudem mit zwei unterschiedlich hohen vorgeschlagenen Steuersätzen von 0,1% und 0,01% verbunden werden.

³⁰ Vgl. European Commission, Commission Staff Working Paper – Impact Assessment, *Accompanying the document Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC*, Brussels, 28.9.2011, SEC(2011) 1102 final, Vol. 1, S. 15

³¹ Insbesondere sind hier die Verbriefungen von Hypothekendarlehen in Form sog. „Collateralized Debt Obligations“ (CDOs) zu nennen.

³² Es wäre allerdings ebenfalls falsch, OTC-Märkte generell zu diskreditieren; bspw. konzentriert sich der mit Abstand größte Teil der Liquidität für den Handel mit Staats- und Unternehmensanleihen heute auf dieses Marktsegment.

³³ Vgl. IMF, June 2010, a.a.O., S. 19

³⁴ Aufgrund der Transaktionsgebundenheit der Steuer bestünde zudem, sowohl aus Sicht des einzelnen Anlegers als auch gesamtwirtschaftlich, die Gefahr der Fehlallokation, soweit Portfolio-Umschichtungen aufgrund der damit verbundenen Abgabenlast gar nicht oder zu spät vorgenommen werden.

³⁵ Vgl. ebd. S. 20

³⁶ Im Sinne der volkswirtschaftlichen Theorie würde die Finanztransaktionssteuer für alle im Handel von Finanzinstrumenten aktiven Unternehmen zu einer allgemeinen Verteuerung der Produktionskosten führen, deren erwartetes Ergebnis in einer mehr oder minder parallelen Verschiebung der Angebotskurve und einem *ceteris paribus* hieraus resultierenden Anstieg des Preisniveaus für die betroffenen Güter bestünde.

³⁷ So spricht der Antrag der SPD Fraktion beispielsweise davon, man wolle „unerwünschte Aktivitäten [...] zurückdrängen“, „Spekulationen beschränken“ und „die Größe des aufgeblähten Finanzsektors insgesamt verringern“. Vgl. Antrag der Fraktion der SPD „Finanztransaktionssteuer in Europa einführen – Gesetzesinitiative jetzt vorlegen“ – Drucksache 17/6086, Anlage 2 der Anhörungsunterlagen

³⁸ In ähnlicher Weise kommt die Europäische Kommission in ihrer Folgeabschätzung zu der Einschätzung: „*To the extent that short-term trading would create systemic risks the FTT might be an appropriate tool to reduce this type of trading.*“ European Commission, Commission Staff Working Paper – Impact Assessment, *Accompanying the document Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC*, Brussels, 28.9.2011, SEC(2011) 1102 final, Vol. 1, S. 36

³⁹ In der Frage, welchen Einfluss dem *High-Frequency-Trading* („HFT“) im Hinblick auf Markeffizienz und Preisschwankungen insgesamt beizumessen ist, sind die Forschungserträge bisher zumindest uneinheitlich; vgl. Matheson, a.a.O., S. 19 f. – Sofern eine Kontrolle bzw. Steuerung von HFT Aktivitäten als politisch opportun angesehen wird, bieten sich hierfür zudem zielgerichtete regulatorische Eingriffe an, wie sie derzeit bspw. im Zuge der Überarbeitung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) erwogen werden. Unstrittig dürfte hingegen sein, dass HFT Aktivitäten nicht zu den auslösenden Faktoren der Finanzkrise gehören.

⁴⁰ Vgl. European Commission, Commission Staff Working Paper – Impact Assessment, *Accompanying the document Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC*, Brussels, 28.9.2011, SEC(2011) 1102 final, Vol. 7

⁴¹ Zu den Anreizstrukturen zur Schaffung von Umgehungstatbeständen vgl. auch G. W. Schwert, P. Seguin, *Securities Transaction Taxes: An Overview of Costs and Benefits und Unresolved Questions*, *Financial Analysts Journal*, September-October 1993, S. 27-35, hier S. 32 – im Internet abrufbar unter folgender URL: <http://schwert.ssb.rochester.edu/faj93.pdf>

⁴² So wird der schwedische Finanzminister *Anders Borg* in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung mit

den Worten zitiert, die geplante Steuer sei ein „Rohrkrepierer“ und „ein sehr effizienter Weg, um das Wachstum zu drücken und die Kreditkosten für verschuldete Staaten zu erhöhen“. Frankfurter Allgemeine – Onlineausgabe vom 08.11.2011, URL: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/finanztransaktionssteuer-einfuehrung-unwahrscheinlich-11521670.html>

⁴³ So jedenfalls die Äußerung von Finanzminister Dr. Wolfgang Schäuble im Rahmen seiner Rede anlässlich des European Banking Congress am 18.11.2011 in Frankfurt am Main.

⁴⁴ Als zinslose (Zwangs)Einlage bei der Bundesbank wirkte die Mindestreserve, aufgrund des entgangenen Zinsertrags, indirekt wie eine Transaktionssteuer.

⁴⁵ Vgl. Deutsche Bank setzt auf Frankfurt – Rückzug des DM Repo-Handels aus London, Welt Online vom 17.06.1997, URL: http://www.welt.de/print-welt/article638610/Deutsche_Bank_setzt_auf_Frankfurt.html

⁴⁶ Gemeint ist der durch das jeweilige Geschäft ausgelöste – aus Sicht des Anlegers nachteilige – Einfluss auf den Marktpreis des jeweiligen Finanzinstruments. So wird ein Verkauf in einem wenig liquiden Markt tendenziell den erzielbaren Preis senken, während ein Kauf aufgrund der damit steigenden Nachfrage auch den Preis nach oben ziehen wird. Betroffen sind hiervon nicht zuletzt vom Volumen her vergleichsweise große Portfoliumsichtungen von Kapitalsammelstellen wie Investmentfonds und Versicherungen.

⁴⁷ Hierzu ausführlich: Vgl. *Schwert/Seguin, a.a.O., S. 32*

⁴⁸ Vgl. Antrag der Fraktion der SPD „Finanztransaktionssteuer in Europa einführen – Gesetzesinitiative jetzt vorlegen“ – Drucksache 17/6086, Anlage 2 der Anhörungsunterlagen

⁴⁹ Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über das gemeinsame Finanztransaktionssteuersystem und zur Änderung der Richtlinie 2008/7/EG, Brüssel, 28.9.2011, KOM(2011)594 endgültig, 2011/0261 (CNS), Anlage 4 der Anhörungsunterlagen, S. 3

⁵⁰ So weist Matheson darauf hin, dass es keine belastbaren Anhaltspunkte dafür gibt, dass eine Finanztransaktionssteuer die kurzfristige Preisschwankungen (Volatilität) auf Aktienmärkten reduzieren würde; gleichzeitig zeige das Beispiel des Immobilienmarktes, dass auch hohe Transaktionskosten (eine Erhöhung der Transaktionskosten beschreibt die unmittelbare ökonomische Wirkung einer Finanztransaktionssteuer) durchaus anfällig zur Bildung spekulativer „Preisblasen“ sind. Eine solche „Asset Price Inflation“ war jedoch unbestritten eine der Hauptursachen, die zum Ausbruch der Finanzkrise geführt haben. Vgl. Matheson, 2011, a.a.O., S. 33. Zu einer ganz ähnlichen Beurteilung

kommt auch der Internationale Währungsfond, vgl. IMF, June 2010, a.a.O., S. 20

⁵¹ Vgl. The Global Financial Centres Index 1 (GFCI), London, March 2007, URL: <http://www.zyen.com/PDF/GFCI.pdf> sowie GFCI 10, London, September 2011, URL: <http://www.zyen.com/PDF/GFCI/2010.pdf>

⁵² Vgl.: Matheson, 2011, a.a.O., S. 11, & IMF, June 2010, a.a.O., S. 20

⁵³ Vgl. *Schwert/Seguin, a.a.O., S. 31*; die Autoren gehen mit Verweis auf frühere Untersuchungen davon aus, dass beispielsweise eine Finanztransaktionssteuer in Höhe von 0,5% für den US-amerikanischen Markt zu einer Erhöhung der Kapitalkosten in Höhe von 10 bis 180 Basispunkten führen würde

⁵⁴ Vgl. ebd.

⁵⁵ Vgl. IMF, June 2010, a.a.O., S. 21 & Matheson, 2011, a.a.O., S. 22

⁵⁶ Vgl. European Commission, Commission Staff Working Paper – Impact Assessment, *Accompanying the document Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC*, Brussels, 28.9.2011, SEC(2011) 1102 final, Vol. 1, S. 33 & S. 51 f. – Hinzuweisen ist zudem darauf, dass das seitens der Kommissionsdienststellen verwendete ökonomische Modell vergleichsweise restriktiv bzw. simplistisch ausgelegt ist, und daher bestimmte zu erwartende negative gesamtwirtschaftliche Effekte aufgrund eines zu erwartenden Schrumpfens der Derivatemärkte und sich hieraus ergebender höherer „Hedging-Costs“ sowohl Kapitalsammelstellen wie Versicherungen und Fondsgesellschaften aber Teile der Realwirtschaft, die auf Absicherungsgeschäften in erheblichem Maße angewiesen sind, unberücksichtigt lässt. Insofern wäre es nicht überraschend, wenn die wachstumsdämpfenden Effekte einer Finanztransaktionssteuer tatsächlich noch stärker ausfallen würden als die ohnehin schon in höchstem Maße beunruhigenden Modellrechnungen der Kommissionsdienststellen erwarten lassen.

⁵⁷ Europäische Kommission, Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über das gemeinsame Finanztransaktionssteuersystem und zur Änderung der Richtlinie 2008/7/EG, Brüssel, 28.9.2011, KOM(2011)594 endgültig, 2011/0261 (CNS), Anlage 4 der Anhörungsunterlagen, S. 5

⁵⁸ Insoweit ist Minister Dr. Wolfgang Schäuble und Minister François Baroin zu widersprechen, die in Ihrem Schreiben an Michel Barnier und Algirdas Semeta vom 9. September 2011, davon ausgehen, dass die europäische Wettbewerbsfähigkeit durch die isolierte Einführung einer Finanztransaktionssteuer nicht beeinträchtigt würde. Vgl. Finanzausschuss Ausschussdrucksache 17 (7) 226, S. 2, Anlage 3 der Anhörungsunterlagen