

**Zum Vorschlag der EU-Kommission für  
eine Richtlinie des Rates über die  
Umsetzung einer Verstärkten  
Zusammenarbeit im Bereich der  
Finanztransaktionssteuer**

Finanztransaktionssteuer ist mit erheblichen  
Belastungen für Realwirtschaft und Privatanleger  
verbunden

## Zusammenfassung

Das Deutsche Aktieninstitut lehnt – wie schon mehrfach dargelegt – die Einführung einer Finanztransaktionssteuer (FTS) als nicht zielführend ab, weil sie grundlegend die Funktionsfähigkeit der Wertpapier- und Derivatemärkte schädigt, die Finanzierungskosten der Unternehmen erhöht, das Risikomanagement mit Derivaten massiv beeinträchtigt, die Altersvorsorge der Bevölkerung schmälert und Deutschland als Standort für Finanzdienstleistungen unattraktiv macht. Das vorliegende Positionspapier wird vom Verband Deutscher Treasurer uneingeschränkt unterstützt.

Die Gründe im Einzelnen:

- Im Vorschlag der Europäischen Kommission sind zwar ausschließlich Finanzinstitute direkt steuerpflichtig. Nichtfinanzielle Unternehmen und Privatanleger werden die Steuer aber dennoch bezahlen, auch wenn sie sie nicht abführen müssen, da davon auszugehen ist, dass die Steuerlast aus der FTS von den Finanzinstituten an die Endnutzer überwältzt wird.
- Zu beachten sind dabei auch Kaskadeneffekte, die die vermeintlich niedrigen Steuersätze vervielfältigen können, da die FTS im Gegensatz bspw. zur deutschen Mehrwertsteuer keinen „Vorsteuerabzug“ vorsieht. Dementsprechend ist die FTS in fast allen „Normalsituationen“ mehrfach zu entrichten, was die Steuerlast für die nichtfinanziellen Endverbraucher drastisch erhöht.
- Der Anspruch der Europäischen Kommission, mit der Finanztransaktionssteuer nicht die Realwirtschaft zu treffen, wird auch von der weiten Definition des Begriffs „Finanzinstitut“ konterkariert, die nichtfinanzielle Unternehmen bis in den größeren Mittelstand hinein umfassen kann. Die mit einer Einstufung als „Finanzinstitut“ verbundene zusätzliche Steuerlast wäre erheblich. Da die Finanzaktivitäten dieser Unternehmen einen operativen Bezug aufweisen, nämlich die Finanzierung „realer“ Investitionen und die Absicherung von Risiken aus dem operativen Geschäft, kann diese Ausweitung des Anwendungsbereiches der FTS nicht Intention des Gesetzgebers sein.
- Den Besonderheiten des Risikomanagements nichtfinanzieller Unternehmen, die Derivate zur Absicherung operativer (Zins-, Währungs- oder Rohstoffpreis-) Risiken einsetzen, wird im Vorschlag – im Gegensatz zur europäischen Derivateverordnung EMIR und den Eigenmittelvorschriften CRD IV / CRR – nicht Rechnung getragen. Ebenso wird die Rendite der politisch geforderten und geförderten betriebliche Altersvorsorge erheblich geschmälert.
- Tatsächlich wären die Auswirkungen der Finanztransaktionssteuer auf die Realwirtschaft nach dem vorliegenden EU-Konzept negativ. Das Deutsche Aktieninstitut hat hierzu für 24 größere Industrieunternehmen Mehrkosten zwischen 600 Mio. Euro (äußerst konservative Schätzung) und 1,5 Mrd. Euro

p.a. berechnet. Darin nicht berücksichtigt sind indirekte Effekte wie eine Erhöhung der Volatilitäten u.a. von Aktien- und Anleihekursen, Einschränkungen bei der Emissionsfähigkeit sowie die Erschwerung von Treasury-Geschäften durch reduzierte Marktliquidität und steigende Geld-/Brief-Spannen.

Die massive Belastung nichtfinanzieller Unternehmen einschließlich einer möglichen Umklassifizierung in „Finanzinstitute“ steht der politischen Absichtserklärung diametral entgegen, die „Auswirkung der Steuer auf Instrumente der Altersversorgung, auf die Kleinanleger sowie die Realwirtschaft zu bewerten und negative Folgen zu vermeiden“. Dies hat die Bundesregierung in einem Eckpunktepapier aus dem Juni 2012 ausdrücklich als ihr Ziel erklärt. Ferner widerspricht die steuerliche Diskriminierung kapitalmarktorientierter Finanzierungsinstrumente gegenüber dem Bankkredit dem erklärten Ziel der Europäischen Kommission, insbesondere kleineren und mittleren Unternehmen den Zugang zum Kapitalmarkt zu erleichtern. Insbesondere die steuerliche Belastung von Liquiditätsspendern wie Market Makern wird den Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle für den Mittelstand weitgehend verschließen. Darüber hinaus sind auch die Einnahmengenerierung und die Eindämmung „unerwünschter Transaktionen“ nicht erreichbar.

## 1 Einleitung

Nachdem eine „gesamteuropäische“ Lösung letztes Jahr gescheitert ist, liegt nun der Richtlinienvorschlag der Europäischen Kommission zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer (FTS) vor, der im Rahmen einer verstärkten Zusammenarbeit von (bislang) elf Mitgliedstaaten umgesetzt werden soll.

Der Ansatz der Europäischen Kommission verfolgt insbesondere ein fiskalisches Ziel, d.h. die „Finanzinstitute [sollen] angemessen an den Kosten der jüngsten Krise“ beteiligt werden. Darüber hinaus wird mit der FTS ein Lenkungszweck angestrebt, d.h. es sollen Transaktionen unterbunden werden, „die der Effizienz der Finanzmärkte nicht förderlich“ sind. Im Fokus steht dabei erklärtermaßen der Hochfrequenzhandel.

Zwar ist es Anspruch der Europäischen Kommission, nichtfinanzielle Unternehmen und Privatanleger von der Steuerpflicht auszunehmen. Allerdings wird dieser Anspruch nicht konsequent umgesetzt, da er auf der unrealistischen Annahme beruht, dass die Steuerlast im Finanzsystem verbleibt. Für die Unternehmen der Realwirtschaft ergibt sich deswegen eine enorme Kostenbelastung, wie das Deutsche Aktieninstitut berechnet hat. Die Steuer würde damit diejenigen treffen, die eigentlich keine Belastung tragen sollen.

Das vorliegende Positionspapier hat folgenden Aufbau:

- Abschnitt 2 beschreibt die Auswirkungen der Finanztransaktionssteuer auf die Realwirtschaft;
- Die Quantifizierung dieser Auswirkungen auf 24 Mitgliedsunternehmen wird in Abschnitt 3 erläutert;
- Andere Auswirkungen der Finanztransaktionssteuer auf die Realwirtschaft, die nicht in der Auswirkungsstudie berücksichtigt wurden, sind Gegenstand des Abschnitts 4;
- Abschnitt 5 diskutiert weitere Defizite des Konzepts, bspw. die Einnahmeprognosen und die Auswirkungen auf Privatanleger.

## 2 Realwirtschaft trägt einen wesentlichen Teil der Steuerlast

Im Folgenden werden die unterschiedlichen Auswirkungen der FTS auf die Realwirtschaft beschrieben. Die darin formulierten Annahmen sind gleichzeitig z.T. Grundlage der quantitativen Abschätzung der Auswirkungen, die in Abschnitt 3 dieses Positionspapiers erläutert wird.

### 2.1 Überwälzung durch die Finanzinstitute

Wie bei anderen Formen der Umsatzbesteuerung wird der Finanzsektor einen Großteil der Belastung aus der FTS an die Endkunden, d.h. nichtfinanzielle Unternehmen und Privatanleger, weiterreichen. Diese Annahme wird auch von dem Internationalen Währungsfonds geteilt, der u.a. deswegen die Einführung einer FTS ablehnt: „Its real burden may fall largely on final consumers rather than, as often seems to be supposed, earnings in the financial sector.“<sup>1</sup> In einer Studie aus dem Jahr 2011, die umfassend die Auswirkungen der FTS untersucht, kommt die Europäische Kommission zu dem gleichen Schluss, was es umso unverständlicher macht, überhaupt einen solchen, noch dazu extrem weitgehenden Vorschlag zu unterbreiten.: „A large part of the burden would fall on direct and indirect owners of traded financial instruments.“<sup>2</sup>

Damit würden die Finanzinstitute die FTS an die Endkunden weiterreichen, sei es durch eine direkte „In-Rechnung-Stellung“ der Steuer oder durch eine Überwälzung in Form der Transaktionspreise. Welche Form die Überwälzung annimmt, ist ökonomisch aber zweitrangig, denn es kommt darauf an, wer die Steuer trägt.

Die Überwälzung würde erstens den Derivateinsatz zur Absicherung von Wechselkurs-, Rohstoffpreis- und Zinsschwankungen deutlich verteuern oder die Verfügbarkeit dieser Instrumente einschränken. Kostspieligere oder sogar fehlende Absicherungsinstrumente würden das Risiko nichtfinanzieller Unternehmen mit entsprechenden Konsequenzen auf die Finanzierungsmöglichkeiten und das operative Geschäft signifikant erhöhen. Dies wird negative Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung haben, die aus unserer Sicht die fiskalischen Effekte deutlich überkompensieren.

Die FTS auf diese Absicherungsinstrumente würde zudem sachgerechte Ausnahmeregelungen konterkarieren, die u.a. in der europäischen Derivateverordnung EMIR

---

1 IMF: A fair and substantial contribution by the financial sector. Interim report for the G-20, Washington 2010, S. 16.

2 European Commission: Commission Staff Working Paper, Executive Summary of the Impact Assessment, Brüssel 2011, S. 11.

und den Eigenmittelvorschriften CRD IV/CRR angelegt sind. Nichtfinanzielle Unternehmen sind nach EMIR von der kostspieligen Clearingpflicht bzw. der Pflicht zur bilateralen Besicherung ausgenommen, wenn der Derivateinsatz weitgehend aus Absicherungszwecken erfolgt. Mit dieser Regelung hat der Gesetzgeber explizit die Besonderheiten des Derivateinsatzes nichtfinanzieller Unternehmen anerkannt, der dringend zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs notwendig ist. Konsequenterweise hat der Gesetzgeber diese Regelung auch in der Eigenkapitalregulierung CRD IV/CRR übernommen, nach der für Absicherungsderivate mit Unternehmen der Realwirtschaft solange keine zusätzlichen Eigenmittelreserven für das Risiko der Schwankung der Kreditwürdigkeit (Credit Value Adjustment Risk) vorgehalten werden müssen, solange das betreffende Unternehmen die Clearingschwelle nach EMIR nicht überschreitet.

Die FTS wird zweitens die betriebliche Altersvorsorge beeinträchtigen, die für die Arbeitnehmer bei nachlassender Leistungsfähigkeit des gesetzlichen Umlageverfahrens immer wichtiger wird. Die Besteuerung dieses Vorsorgeweges durch eine FTS steht im krassen Widerspruch zu der vermögenspolitischen Notwendigkeit, Alternativen zum gesetzlichen Rentensystem zu etablieren. Dabei muss berücksichtigt werden, dass diese Altersvorsorgevehikel auch in erheblichem Umfang Derivate u.a. zu Absicherungszwecken oder zur Vorbereitung von Wertpapierkäufen einsetzen, die ebenfalls besteuert werden. Aufgrund der weiten Definition „Finanzinstitut“ sind schließlich auch Pensionsvehikel wie Unterstützungskassen oder Contractual Trust Arrangements (CTA) direkt steuerpflichtig, obwohl diese nicht der Definition „Pensionsfonds“ in Art. 2 Abs. 2 Nr. 8 lit. f entsprechen (siehe Abschnitt 2.3 dieses Positionspapiers).

Weitere Aktivitäten, die ebenfalls durch Überwälzungseffekte die Treasury- bzw. Finanzierungsaktivitäten der Realwirtschaft beeinträchtigen würden, sind bspw. die Anlage liquider Mittel in verbrieften Instrumenten (z.B. Geldmarktfonds und Repos), M&A-Transaktionen im Wege des Aktienerwerbs oder Aktienrückkäufe im Rahmen des Kapitalstrukturmanagements.

## **2.2 Kaskadeneffekte im Börsenhandel und bei OTC-Derivatetransaktionen führen zu einer Belastung weit über dem nominalen Steuersatz**

Die von der Europäischen Kommission vorgeschlagene Besteuerung von Finanztransaktionen ist in der Regel mit einem Kaskadeneffekt verbunden, da eine Finanztransaktion oftmals weitere Transaktionen und damit weitere Steuervorfälle auslöst. Es ist davon auszugehen, dass auch die Lasten aus den steuerlichen Kaskadeneffekten letztlich nicht von der Finanzwirtschaft, sondern in der einen oder anderen Weise von den Endkunden getragen werden, was die oben beschriebene Belastung der Realwirtschaft weiter verschärfen würde.

Steuerkaskaden entstehen u.a. beim Geschäft mit Wertpapieren über die Börse. Der Zugang zur Börse ist ausschließlich einem Clearing-Mitglied, i.d.R. eine Bank, vorbehalten. Für Transaktionen von nichtfinanziellen Unternehmen und steuerpflichtigen Pensionsvehikeln, die keinen direkten Zugang zur zentralen Gegenpartei

haben, ergibt sich die nachfolgend dargestellte Transaktionskette mit entsprechender Steuerlast.<sup>3</sup> Dabei wurde unterstellt, dass das nichtfinanzielle Unternehmen nicht als „Finanzinstitut“ klassifiziert wird (zur problematischen Definition „Finanzinstitut“, die i.d.R. auch nichtfinanzielle Unternehmen treffen wird, siehe Abschnitt 2.3 dieses Positionspapiers).

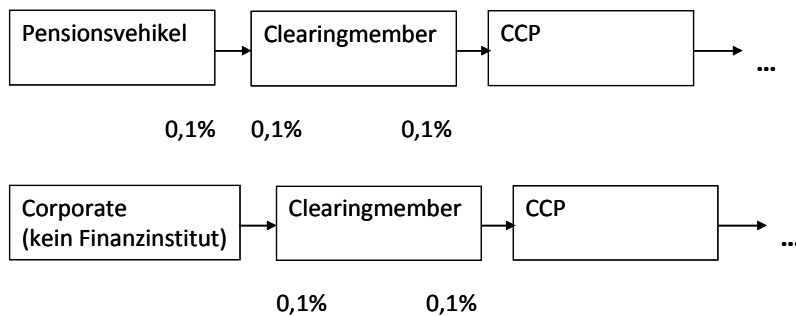


Abb. 1: Steuerkaskade im Börsenhandel

Der Handel von Wertpapieren über Börsen wird also mit mindestens 0,2 Prozent (für Pensionsvehikel mindestens 0,3 Prozent) besteuert, die voraussichtlich in dieser Höhe auch dem Endnutzer in Rechnung gestellt werden. In vielen Fällen dürften überdies weitere Intermediäre in die Transaktionskette von Endnutzer zur Börse involviert sein, was die Steuerbelastung entsprechend vervielfachen würde (für ein realistisches Beispiel, das zu einer Versechsfachung des Steuersatzes führen kann, siehe die Ausführungen von Bank of America Merrill Lynch<sup>4</sup>). Ein Kaskadeneffekt ergibt sich auch, wenn Vehikel der betrieblichen Altersvorsorge wiederum in Dachfonds anlegen, die dann über die jeweiligen Zielfonds über die Börse Wertpapiere erwerben / verkaufen (dieser Fall wurde allerdings in unserer Auswirkungsstudie – siehe Abschnitt 3 dieses Positionspapiers – nicht berücksichtigt).<sup>5</sup>

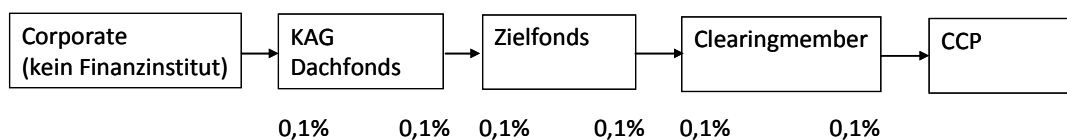


Abb. 2: Steuerkaskade bei der Dachfonds-Anlage von Pensionszusagen

Auch im Geschäft mit OTC-gehandelten Derivaten, die von nichtfinanziellen Unternehmen zur Absicherung operativer Risiken und von Vehikeln der betrieblichen Altersvorsorge zur besseren Planbarkeit der angelegten Gelder eingesetzt werden,

- 
- 3 Bei dieser Kette greift u.E. auch nicht die Regelung in Art. 10 Abs. 2, da die Transaktion zwischen Clearingmember und CCP eine separate und damit steuerpflichtige Transaktion ist.
  - 4 Siehe Bank of America Merrill Lynch: Financial Transaction Tax – toll or roadblock? März 2013, S. 20.
  - 5 Bei dieser Transaktion wurde die übliche Anlage in Spezialfonds unterstellt, die als „Nicht-OGAW-Fonds“ nicht von dem Emissionsprivileg profitieren.

entsteht eine Steuerkaskade. Grundsätzlich wird die Bank versuchen, das Risiko aus dem mit dem nichtfinanziellen Endnutzer abgeschlossenen Derivatekontrakt zu minimieren. Eine Form der Risikominderung ist das Netting mit Positionen aus anderen Geschäften mit dem gleichen oder mit anderen Kunden. Es ist davon auszugehen, dass das Risiko von ungefähr der Hälfte des von der Bank bereitgestellten Volumens an Absicherungsderivaten auf diese Weise minimiert werden kann.<sup>6</sup>

Das verbleibende Risiko wird i.d.R. durch Derivatetransaktionen mit anderen Banken neutralisiert. Dementsprechend löst eine Derivatetransaktion mit einem Endkunden wiederum mindestens eine „halbe“ Derivatetransaktion seitens der Bank mit anderen Kontraktpartnern aus, die i.d.R. als Finanzinstitute wiederum ebenfalls steuerpflichtig sind. Vor dem Hintergrund dieses Kaskadeneffekts erhöht sich die Steuerbelastung auf Transaktionen mit OTC-Derivaten von 0,01 Prozent auf mindestens 0,02 Prozent des Nominalwerts. Dass auch diese Kosten überwältigt werden, liegt nahe, denn letztlich ist die Möglichkeit, ein Risiko „ausplatzieren“ zu können, Voraussetzung dafür, dass die Bank überhaupt Absicherungsmöglichkeiten anbieten kann. Vernachlässigt wird bei dieser Berechnung, dass das Derivat des weiteren Kontraktpartners wiederum durch zusätzliche Derivate geschlossen wird (und so weiter).

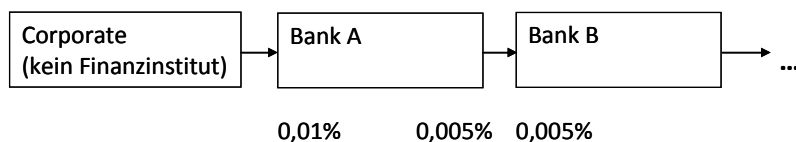


Abb. 3: Steuerkaskade bei OTC-Derivatetransaktionen

### 2.3 Definition „Finanzinstitut“ umfasst weite Teile der Realwirtschaft

Erklärtes Ziel der Europäischen Kommission ist es zwar, „die Kapitalbeschaffung für [...] Unternehmen nicht [zu erschweren]“ (Erwägungsgrund 8). Dennoch werden zahlreiche nichtfinanzielle Unternehmen künftig als Finanzinstitute unmittelbar der Steuerpflicht unterliegen, da die entsprechende Definition in Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit. j sehr weit ist. Nach dieser Definition gelten nichtfinanzielle Unternehmen als Finanzinstitute, „sofern der jährliche Durchschnittswert ihrer finanziellen Transaktionen über fünfzig Prozent ihres durchschnittlichen Netto-Jahresumsatzes gemäß Artikel 28 der Richtlinie 78/660/EWG ausmacht“.

Damit können nichtfinanzielle Unternehmen leicht in den Anwendungsbereich der FTS fallen, obwohl sie erklärtermaßen nicht von der FTS getroffen werden sollen. Erschwerend kommt hinzu, dass sich der Umsatz, der hier als Referenzgröße herangezogen wird, nicht auf die Konzernebene, sondern auf die einzelne rechtliche

<sup>6</sup> Siehe Wagner, Michael et al.: Proposed EU Commission Financial Transaction Tax. Impact Analysis on Foreign Exchange Markets, January 2012, S. 13.



Einheit bezieht. Diese Umsatzdefinition lässt außer Acht, das in vielen nichtfinanziellen Unternehmen bis in den Mittelstand hinein die Treasury-Funktion – d.h. der Abschluss von Derivatekontrakten, die Anlage liquider Mittel usw. – zentral über eine rechtlich selbständige Einheit ausgeübt wird oder konzerninterne Holdinggesellschaften organisatorisch etabliert sind, in denen Treasury- oder andere spezialisierte Funktionen angesiedelt sind. Eine solche Konstruktion bietet den Vorteil, dass die Risikomanagement- und Finanzierungsexpertise der gesamten Gruppe in einer Einheit gebündelt und nach einheitlichem Regeln durchgeführt werden kann. Gleichzeitig kann das Gegenpartierisiko der gesamten Gruppe durch Nettingeffekte, d.h. gegenläufige Wertentwicklungen heben sich auf, reduziert werden.

Diese zentralen Einheiten sind ausschließlich für das Finanzierungs- und Risikomanagement der anderen operativen Konzerngesellschaften zuständig oder üben Holdingfunktionen aus, verfügen daher selbst über kein operatives Geschäft. Sofern die Transaktionen der Treasury auch in diesen Einheiten verbucht werden, können sie keine operativen Umsätze ausweisen, wie in Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit. j gefordert. Dementsprechend wird eine derartige zentrale Treasury-Einheit i.d.R. immer die 50-Prozent-Grenze der Definition „Finanzinstitut“ in Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit. j überschreiten und steuerpflichtig. Dies ist nicht nachvollziehbar, da die Treasury-Einheit die Finanzierungs- und Risikomanagementfunktion ausschließlich im Auftrag der gesamten Gruppe ausführt, deren Umsatzschwerpunkt nichtfinanzieller Natur ist (bspw. Automobilproduktion, Maschinenbau usw.).

Diese Einheit ist als „Finanzinstitut“ steuerpflichtig. Darüber hinaus müsste sie gemäß Art. 2 Abs. 2 lit. b nicht nur die externen Transaktionen versteuern, sondern auch gruppeninterne Transaktionen, d.h. Transaktionen zwischen der Treasury-Einheit und den operativen Konzerngesellschaften. Beides würde die steuerliche Belastung für die Realwirtschaft noch einmal enorm erhöhen, was sich auch anhand der Simulationsrechnung aus Abschnitt 3 dieses Positionspapiers zeigt. Hierbei wurde nur die Steuerpflicht der zentralen Treasury-Einheit berücksichtigt – es ist aber sehr wahrscheinlich, dass noch weitere operative Konzerngesellschaften „Finanzinstitut“ werden, so dass auch von dieser Seite die Steuer zu entrichten ist.

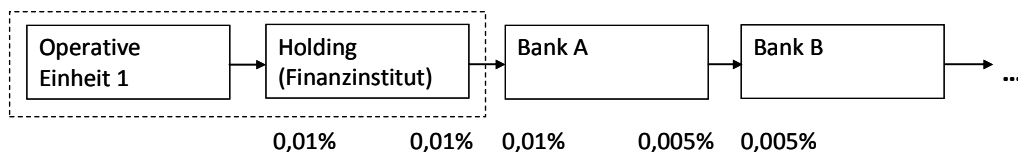


Abb. 4: Besteuerung von Derivaten – Unternehmen ist Finanzinstitut

Insgesamt ist es nicht nachvollziehbar, warum die Einstufung als „Financial“ von der individuellen Organisationsstruktur des Unternehmens entscheidend beeinflusst wird. Darüber hinaus entsteht ein hoher administrativer Aufwand für die Unternehmen, die als „Finanzinstitut“ sowohl für externe als auch interne Transaktionen die Steuer berechnen und abführen müssen.

In ähnlicher Weise würde Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit j auch – über Pensionsfonds hinaus – Vehikel der betrieblichen Altersvorsorge zum „Finanzinstitut“ umklassifizieren, so dass die betriebliche Altersvorsorge auch dann von der Steuer doppelt erfasst wäre,

wenn sie nicht über Pensionsfonds erfolgt. Dazu gehören insbesondere Unterstützungskassen und CTAs.

Zudem ist die Definition „Finanztätigkeit“, die letztendlich ausschlaggebend für die Einstufung als „Finanzinstitut“ in Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit j ist, äußerst weit. Beispielsweise umfasst sie Tätigkeiten, die im unmittelbaren Zusammenhang zur operativen Tätigkeit stehen, bspw. Derivate zur Absicherung operativer Risiken, den Erwerb von strategischen Beteiligungen an Unternehmen, die Ausgabe von Finanzinstrumenten (wozu insbesondere auch die Emission von Commercial Paper oder Verbriefungen zählen würde) und Garantien und Zusagen. Schließlich muss klargestellt werden, dass die „Exitoption“ in Art. 2 Abs. 3 lit. c, die den Status „Finanzinstitut“ beendet, nicht „ersucht werden kann“, sondern eine zwingende Folge des Unterschreitens der Schwellenwerte ist.

## 2.4 Lückenhaftes Emissionsprivileg

Gemäß Art. 3 Abs. 4 lit. a sind Primärmarktgeschäfte von der Steuerpflicht ausgenommen. Diese begrüßenswerte Ausnahme umfasst aber ausschließlich Aktien und Schuldverschreibungen nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 18 lit. a und b der Richtlinie 2004/39/EG (MiFID). Geldmarktinstrumente (bspw. Commercial Paper) werden hingegen explizit in Art. 4 Abs. 1 Nr. 19 der Richtlinie 2004/39/EG definiert und sind daher von dem Emissionsprivileg nicht abgedeckt. Gleiches gilt für Verbriefungen. Während viele nichtfinanzielle Unternehmen i.d.R. Geldmarktinstrumente über fortlaufende Emissionsprogramme nutzen, werden Verbriefungen als Refinanzierungsinstrument insbesondere in der Automobilbranche und in Teilen des Mittelstands verwendet. Gegenstand der Verbriefungen sind Leasing- und Kundenforderungen.

Daher wäre der Kauf von Geldmarktpapieren und von Verbriefungen durch die Bank im Rahmen des Übernahmevertrags steuerpflichtig, obwohl diese Instrumente wie Aktien und Anleihen wichtige Finanzierungsinstrumente der Realwirtschaft darstellen. Dies widerspricht auch dem Art. 5 der Richtlinie 2008/7/EG, der indirekte Steuern u.a. auf Kapitalzuführungen verbietet. Eine weitere Steuer wird beim Verkauf dieser Papiere an die Investoren fällig.

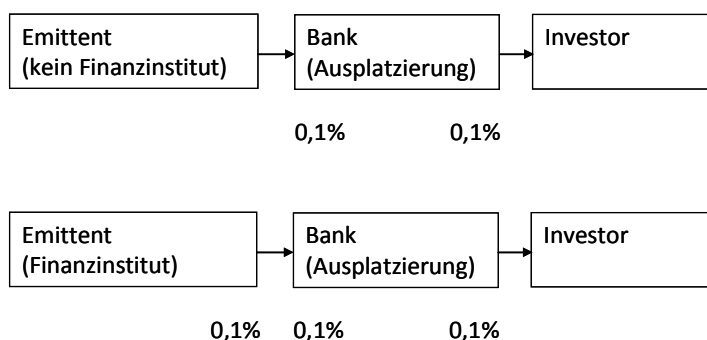


Abb. 5: Besteuerung bspw. von Commercial-Paper-Emissionen

Dementsprechend fällt bei Emissionen von Geldmarktpapieren und Verbriefungen eine Steuerbelastung von mindestens 0,2 Prozent (0,3 Prozent, wenn das emittierende nichtfinanzielle Unternehmen unter die Definition „Finanzinstitut“ fällt) an, die vom Emittenten zu tragen ist.

Bei Geldmarktpapieren ist überdies zu bedenken, dass die bloße Freistellung im Rahmen des Emissionsprivilegs voraussichtlich nicht ausreichen wird, um den Markt für Commercial Paper und damit ein für die kurzfristige Mittelbeschaffung zentrales Instrument zu erhalten. Commercial Paper sind aus Sicht der Investoren direkte Substitute zu Bankeinlagen mit ähnlicher Frist. Die Verzinsung ist dabei in aller Regel relativ niedrig. Zudem ist der Großteil dieses Marktsegments kurzfristiger Natur, d.h. die Emissionen erfolgen im Laufzeitsegment ein Tag bis drei Monate. Eine Steuer von 0,1 Prozent (ohne Kaskadeneffekte) auf diese kurzfristigen Instrumente würde den relativ geringen Zinsertrag – zumindest aber den Zinsabstand zu vergleichbaren Bankeinlagen – aller Voraussicht nach kompensieren, wenn nicht überkompensieren. Investoren werden nicht mehr bereit sein, in Geldmarktinstrumente zu investieren – selbst dann nicht, wenn ein Emissionsprivileg besteht. Dies trifft Unternehmen in zweierlei Weise. Zum einen fällt ein wichtiges Finanzierungsinstrument weg, zum anderen wird die Geldanlage in kurzfristigen Anleihen (oder auf diesen basierenden Geldmarktfonds) unattraktiv. Dies erhöht Finanzierungs- und Anlagerisiken.

## 2.5 Auswirkungen auf Market Maker / Designated Sponsors

Um den Handel insbesondere von weniger liquiden Wertpapieren zu unterstützen, stellt ein Market Maker permanent verbindliche Kauf- und Verkaufsaufträge. An einigen Marktplätzen, bspw. im Handelssystem XETRA der Frankfurter Wertpapierbörse, ist der Emittent sogar zur Beauftragung eines Market Makers in Form eines Designated Sponsors verpflichtet, wenn die Liquidität der Aktie unter dem erforderlichen Liquiditätsmaß bleibt. Kleinere und mittelgroße Emittenten sind daher regelmäßig auf Market Maker / Designated Sponsors angewiesen, wenn sie die Börse als Refinanzierungsquelle nutzen möchten. Sowohl der Kauf als auch der Verkauf der Wertpapiere durch den Market Maker sind eigenständige Transaktionen, die der Finanztransaktionssteuer unterliegen.

Daraus ergibt sich folgende Problematik:

- „Reine“ Market Maker verdienen an der Differenz zwischen dem Kauf und dem Verkauf der Wertpapiere. Diese Differenz ist relativ gering; um angemessene Erträge erwirtschaften zu können, ist das Market Making daher auf eine große Anzahl von Transaktionen angewiesen. Mit der Finanztransaktionssteuer wird dieser Ertrag weitgehend oder vollständig aufgezehrt. Das Geschäft „Market Making“ ist daher in seiner Existenz bedroht. Gibt es keine Market Maker mehr (oder nur noch in stark reduzierter Anzahl), würde die Liquidität an den Märkten sinken und die Transaktionskosten steigen. Gerade für kleinere und mittelgroße Emittenten wäre eine Finanzierung über den Kapitalmarkt unter diesen Umständen kaum noch möglich.

- Im Gegensatz zum „reinen“ Market Maker wird der Designated Sponsor von dem Emittenten beauftragt, d.h. es gibt für ihn die Möglichkeit, die abgeführte Finanztransaktionssteuer an den Emittenten weiterzuwälzen. Insbesondere kleinere und mittelgroße Unternehmen sind aber auf den Designated Sponsor angewiesen, da ansonsten die Handelbarkeit / Liquidität der Aktie deutlich eingeschränkt wäre. Die höheren Kosten für den Designated Sponsor würden die Attraktivität der Börsennotiz verringern und damit potenzielle Börsenkandidaten von einem Börsengang abhalten.

Insgesamt widerspricht die FTS der im Grünbuch „Langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft“ der Europäischen Kommission angelegten Zielsetzung, insbesondere kleineren und mittleren Unternehmen den Zugang zu den Kapitalmärkten zu erleichtern.

## 3 Quantifizierung der Auswirkungen auf die Realwirtschaft

### 3.1 Methodik und Szenarien

Das Deutsche Aktieninstitut hat die Auswirkungen der Finanztransaktionssteuer auf Unternehmen der Realwirtschaft auf Basis des Vorschlags der Europäischen Kommission vom 14. Februar 2013 quantifiziert. Grundlage dieser Schätzung ist eine Berechnungsmethodik, die individuelle Anpassungsmöglichkeiten zuließ. Die Schätzung erstreckte sich auf verschiedene potentiell FTS-relevante Transaktionen (Derivate, Wertpapierhandel, Emission von Wertpapieren), die im Jahr 2012 von den Unternehmen abgeschlossen wurden. Die Berechnung gibt also die Steuerlast wieder, die von den Unternehmen im Jahr 2012 unter der Annahme einer bereits implementierten FTS hätte getragen werden müssen.

Dabei wird zwischen der direkten Steuerschuld (direkter Effekt) und unvermeidbaren Überwälzungseffekten (indirekter Effekt) von Transaktionspartnern unterschieden:

- Direkte Effekte erfassen die Mehrkosten aus einer etwaigen direkten Steuerpflicht (Art. 10 Abs. 1). Zusätzlich umfassen sie die Mehrkosten des finanziellen Transaktionspartners aus einer speziellen Transaktion mit dem nichtfinanziellen Kunden. Es wird angenommen, dass diese Mehrkosten an den Endkunden überwält werden. Abgesehen davon besteht ohnehin eine gemeinsame Haftung für die entstehenden Steuerschulden (Art. 10 Abs. 3).
- Indirekte Effekte sind Zweitrundeneffekte, die sich zwingend aus einer Transaktion ergeben. Auch von diesen ist anzunehmen, dass sie in der einen oder anderen Weise auf den Endkunden überwält werden. Beispiel sind zum einen Derivatetransaktionen, die Banken abschließen, um Risiken aus Derivaten mit nichtfinanziellen Gegenparteien auszuplatzieren. Zum anderen erfordert die Abwicklung einer Wertpapiertransaktion in der Regel die Einbindung weiterer Transaktionspartner, die ebenfalls steuerpflichtig sind. Die Kaskadeneffekte in der Berechnung sind konservativ modelliert, indem von kurzen Transaktionsketten ausgegangen wird.

Zum anderen überschlägt die Schätzung, welche – direkten und indirekten – Zusatzkosten entstünden, wenn das betroffene Unternehmen als „Finanzinstitut“ im Sinne der FTS gelten würde. Dabei wurden die Annahmen unterstellt, die bereits in den Abschnitten 2.1 bis 2.4 dieses Positionspapiers beschrieben wurden (nicht berücksichtigt wurden die negativen Auswirkungen auf Market Maker).

Hieraus ergeben sich folgende vier Szenarien, für die jeweils eine eigene Berechnung angestellt wurde:

- *Szenario 1:* Die Kosten der Finanztransaktionssteuer bestehen nur aus Effekten, die sich aus einer direkten Steuerpflicht (Art. 10 Abs. 1) oder aus einer gemeinsamen Haftung für Steuerschulden eines Transaktionspartners (Art. 10 Abs. 3) ergeben. Diese Schätzung ist gleichbedeutend mit der Annahme, dass ein Transaktionspartner aus dem Finanzbereich seine Kosten aus einer Finanztransaktion mit einem nichtfinanziellen Endnutzer auf diesen überwälzt (siehe Abschnitt 2.1 und 2.4 dieses Positionspapiers).
- *Szenario 2:* Bei der Kostenabschätzung werden auch indirekte Effekte durch unvermeidbare Steuerkaskaden berücksichtigt, die eine Transaktion mit einem nichtfinanziellen Endnutzer auslösen, von dem Finanzinstitut abgeführt und an den nichtfinanziellen Endnutzer überwälzt werden (siehe Abschnitt 2.2 dieses Positionspapiers).
- *Szenario 3:* Wie in Szenario 1 werden nur die direkten Effekte erfasst. Nichtfinanzielle Unternehmen werden aber über Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit. j als Finanzinstitute eingestuft und unterliegen damit unmittelbar der Steuerpflicht, was häufig zu einer Verdoppelung der Steuerbelastung führt (siehe Abschnitt 2.3 dieses Positionspapiers).
- *Szenario 4:* Wie in Szenario 2 werden auch die „unvermeidbaren“ Kaskadeneffekte erfasst. Nichtfinanzielle Unternehmen werden aber wie in Szenario 3 als Finanzinstitute eingestuft und unterliegen damit unmittelbar der Steuerpflicht (siehe Abschnitt 2.3 dieses Positionspapiers).

## 3.2 Ergebnisse

Insgesamt haben sich 24 Unternehmen mit über 1,8 Millionen Mitarbeitern in Deutschland und einem weltweiten Umsatz von weit über 1.100 Mrd. Euro an der Schätzung beteiligt. Auf diese Unternehmen kommen nach dem gegenwärtigen Vorschlag - je nach Szenario – folgende Mehrkosten zu:

- Allein die direkten Effekte der FTS belaufen sich im günstigsten Fall auf 603 Mio. Euro (Szenario 1), im ungünstigen Fall der Einstufung als Finanzinstitut auf 1.041 Mio. Euro p.a. (Szenario 3).
- Realistischerweise muss angenommen werden, dass die Unternehmen der Realwirtschaft auch die Kaskadeneffekte aus den Folgetransaktionen tragen müssen. Nimmt man diese indirekten Effekte hinzu, so ergeben sich zusätzlich Mehrkosten in Höhe von mindestens 492 Mio. Euro in beiden Szenarien.
- Im günstigen Fall sind damit jährliche Gesamtkosten unter Berücksichtigung der indirekten Effekte von 1.095 Mio. Euro (Szenario 2) und im Falle der Einstufung als Finanzinstitut sogar 1.533 Mio. Euro (Szenario 4) zu erwarten, obwohl die Realwirtschaft von der Steuer nicht getroffen werden soll. Die

indirekten Effekte sind dabei für 45 Prozent bzw. 32 Prozent der Gesamtkosten verantwortlich. Sie sind zudem konservativ geschätzt, weil sie nur unvermeidbare Kaskadeneffekte berücksichtigen. Außerdem ist es möglich, dass neben der zentralen Treasury-Einheit bzw. der Holdinggesellschaft noch weitere Konzerngesellschaften als Finanzinstitute gelten werden, da sie ebenfalls über keinen ausreichenden operativen Umsatz verfügen. Dieser zusätzliche Effekt auf die Höhe der Steuerlast wurde ebenfalls vernachlässigt.

- Nicht erfasst von dieser Schätzung sind überdies weitere indirekte, aber wirtschaftlich ebenfalls erhebliche Negativeffekte. Dazu gehören bspw. die absehbare Senkung der Liquidität der Aktien und Anleihen der betroffenen Unternehmen sowie hierdurch steigende Finanzierungskosten und Anlagerisiken. Ebenfalls vernachlässigt wurde der administrative Aufwand für die Umsetzung der Finanztransaktionssteuer in den Unternehmen (siehe Abschnitt 4 dieses Positionspapiers).

<p><b>Szenario 1</b> (nur direkte Effekte, keine Einstufung als „Finanzinstitut“) <b>FTS-Kosten: 603 Mio. Euro</b></p>	<p><b>Szenario 2</b> (direkte und indirekte Effekte, keine Einstufung als „Finanzinstitut“) + Zusatzkosten zu Szenario 1: 492 Mio. Euro <b>FTS-Kosten (insgesamt): 1.095 Mio. Euro</b></p>
<p><b>Szenario 3</b> (nur direkte Effekte, Einstufung als „Finanzinstitut“) + Zusatzkosten zu Szenario 1: 438 Mio. Euro <b>FTS-Kosten (insgesamt): 1.041 Mio. Euro</b></p>	<p><b>Szenario 4</b> (direkte und indirekte Effekte, Einstufung als „Finanzinstitut“) + Zusatzkosten zu Szenario 3: 492 Mio. Euro <b>FTS-Kosten (insgesamt): 1.533 Mio. Euro</b></p>

Abb. 6: Steuerlast in unterschiedlichen Auswirkungsszenarien

## 4 Weitere Auswirkungen auf nichtfinanzielle Unternehmen

Neben den vom Deutschen Aktieninstitut quantifizierten Auswirkungen gibt es noch eine Reihe weiterer Auswirkungen der FTS, die bei der obigen Berechnung nicht berücksichtigt wurden, da die Berechnung der Auswirkungen äußerst konservativ erfolgt ist. Die Auswirkungen auf die Realwirtschaft werden daher noch gravierender sein als hier dargestellt.

### 4.1 Erhöhung der Transaktionskosten

Die Verringerung der für die Stabilität der Finanzmärkte „nichtförderlichen“ Transaktionen ist eine Zielsetzung der FTS. Im Rahmen dieser Argumentation wird hauptsächlich das Verhalten kurzfristig orientierter Investoren als destabilisierend und damit als politisch unerwünscht problematisiert.

Allerdings ist diese Argumentation nicht haltbar. Aus theoretischer Sicht wirkt auch die kurzfristige Investition stabilisierend, da das zusätzliche Handelsvolumen die Liquidität der Märkte erhöht. Damit steigt für alle Marktteilnehmer die Chance, gemäß den individuellen Preisvorstellungen einen Käufer bzw. Verkäufer eines Finanzinstruments zu finden. Sowohl auf kurzfristige Gewinne ausgerichtete Transaktionen als auch langfristig orientierte Anleger sind in diesem Sinne Voraussetzung dafür, dass es jederzeit einen liquiden Markt für Wertpapiere gibt. Die Einführung einer Transaktionssteuer würde, wenn sie ihr Ziel erreichen würde, dem Kapitalmarkt Liquidität entziehen und damit dessen Effizienz beeinträchtigen.

Empirische Studien, die auch in der Auswirkungsstudie der Europäischen Kommission aus dem Jahr 2011 berücksichtigt wurden, bestätigen diese Einschätzung: „While most studies find that trade volume is reduced, the effects on volatility and prices is less clear even though results based on panel data and estimation approaches that better identify transaction cost effects seem to find more often a positive relationship between transaction costs and volatility.“<sup>7</sup> Im Klartext bestätigt damit die Europäische Kommission, dass die Einführung der FTS die Volatilität an den Finanzmärkten eher erhöht als sie zu senken.

Mit der Erhöhung der Volatilität steigt auch das Risiko der Marktteilnehmer. Zusätzlich zu den direkten Kosten der FTS (siehe oben) muss von den Unternehmen das gestiegene Risiko bezahlt werden, damit die Investoren überhaupt Kapital bereitstellen. Konsequenz sind steigende Kapitalkosten. Dies wird insbesondere kleinere und mittlere Unternehmen treffen, deren Aktien oder Anleihen ohnehin we-

---

7 European Commission: Commission Staff Working Paper, Executive Summary of the Impact Assessment, Brüssel 2011, S. 11.



niger liquide sind als diejenigen der Standardwerte. Das erklärte Ziel der Europäischen Kommission, den Zugang zum Kapitalmarkt für kleine und mittlere Unternehmen durch unterschiedliche Initiativen zu verbessern, würde damit ad absurdum geführt.

Zudem bedeuten steigende Volatilitäten an den Finanzmärkten höhere Sicherungskosten, die sowohl von Unternehmen als auch Pensions- oder Investmentfonds zu tragen wären, die ihre operativen Risiken bzw. Portfolios mit Derivaten u.a. gegen Währungsschwankungen absichern. Bei höheren Volatilitäten auf den Kapitalmärkten wird es schwerer und vor allem teurer, eine entsprechende Absicherung zu erhalten. Hinzu kommen gestiegene Transaktionskosten durch die von der Finanztransaktionssteuer induzierte Verringerung der Handelsintensität im Derivatemarkt, die gerade die Verfügbarkeit maßgeschneiderter Produkte reduzieren wird. Diese sind für den Unternehmenssektor aber von hoher Bedeutung. Ferner steigen die Kosten: Die reduzierte Liquidität kann zu einer Erhöhung der Geld-Brief-Spannen um bis zu 110 Prozent führen.<sup>8</sup>

## 4.2 Auswirkungen auf die Risikomanagementprozesse

Für Unternehmen, die jedes Geschäft individuell mit einem Derivat absichern (sog. Microhedging), ergibt sich durch die Zugrundelegung des Nominalwerts bei der Besteuerung von Derivaten der Anreiz, verstärkt mehrere Geschäfte zusammenzufassen und durch ein Derivat mit möglichst langer Laufzeit abzusichern (sog. Macrohedging). Da sich so die Risiken der einzelnen Geschäfte zum Teil aufheben, würde nur die Nettorisikoposition abgesichert, was zwar den Gesamtwert (bzw. den steuerpflichtigen Nominalwert) der abzusichernden Position und damit die Steuerlast reduziert.

Allerdings können sich hieraus gleich mehrere Probleme ergeben: Erstens spiegelt diese pauschale Absicherung nicht die Struktur der einzelnen Positionen exakt wider (z.B. wird der erforderliche Absicherungsgrad oder die richtige Laufzeit nicht erreicht) und damit verringert sich die Effizienz des Risikomanagements. Zweitens drohen buchhalterische Probleme, weil für die Absicherung u.U. kein Hedge-Accounting nach IFRS mehr möglich ist. Dies würde die Ergebnisvolatilität erhöhen, da diese Derivate durch die Gewinn- und Verlustrechnung laufen müssten. Der Anreiz, Derivate mit längerer Laufzeit abzuschließen, ist drittens mit dem Nachteil verbunden, dass das entsprechende Counterpartyrisiko ansteigt.

## 4.3 Besteuerung der Sicherheitenbestellung?

Gemäß Art. 2 Abs. 2 Nr. 2 ist ein Vorgang, bei dem das mit dem Finanzinstrument verbundene Risiko übertragen wird, eine besteuerte Finanztransaktion. Dies könnte bedeuten, dass die Bereitstellung von Sicherheiten in Form von Wertpapieren

<sup>8</sup> Siehe Wagner, Michael et al.: Proposed EU Commission Financial Transaction Tax. Impact Analysis on Foreign Exchange Markets, January 2012, S. 15f.

eine Besteuerung auslösen würde. Eine solche Regelung widerspricht u.a. den Bemühungen des Gesetzgebers, bspw. im Rahmen der Derivateregulierung EMIR, die Marktteilnehmer weitgehend zum zentralen Clearing (das mit einer entsprechenden Sicherheitenbestellung verbunden ist) oder zur bilateralen Besicherung von Derivatetransaktionen zu verpflichten. Trotz entsprechender Ausnahmebestimmungen nutzen einige Unternehmen der Realwirtschaft freiwillig das zentrale Clearing / die bilaterale Besicherung im Rahmen ihres Risikomanagements. Die Besteuerung dieser Transaktionen würde den Anreiz, diese Option zu wählen, deutlich verringern.

#### **4.4 Nominalwert keine sinnvolle Steuerbemessungsgrundlage**

Die Bestimmung der Steuerbemessungsgrundlage anhand des Nominalbetrags des Derivats ist äußerst problematisch. Dieser Nominalbetrag spiegelt lediglich den Wert des Geschäfts wider, das dem jeweiligen Derivat zugrunde liegt (bspw. der Wert der Aktie bei einem Aktienfuture), aber nicht den tatsächlichen Wert des Derivats zum Zeitpunkt der Transaktion. Der Wert des Derivats kann aber, je nachdem, wie sich das zugrundeliegende Geschäft entwickelt, positiv, gleich Null oder auch negativ sein. Deswegen ist der Wert des zugrundeliegenden Geschäfts keine geeignete Bemessungsgröße, die dem tatsächlichen Wert des Derivats gerecht wird. Der Marktwert ist wiederum ungeeignet, da dieser bei Abschluss des Kontrakts i.d.R. gleich Null ist. An diesem Dilemma wird deutlich, dass es unmöglich ist, Derivatetransaktionen sinnvoll und gerecht zu besteuern.

#### **4.5 Gesamtschuldnerische Haftung ist äußerst kritisch**

Die gesamtschuldnerische Haftung nach Art. 10 Abs. 3 ist für nichtfinanzielle Unternehmen äußerst kritisch, da diese i.d.R. auch Transaktionen mit Banken abschließen, die außerhalb der EU residieren. Nach Art. 4 Abs. 1 lit. f sind auch Finanzinstitute steuerpflichtig, die in Drittstaaten domizilieren, wenn der Transaktionspartner in der EU ansässig ist. Dies hätte zur Folge, dass bspw. ein deutsches nichtfinanzielles Unternehmen für die Steuerschuld aus einer Transaktion mit einer US-Bank haften würde. Da die deutschen Steuerbehörden bislang keine Möglichkeit haben, bei einer US-Bank eine Steuerlast zu erkennen und diese zu erheben, ist es sehr wahrscheinlich, dass das deutsche nicht-finanzielle Unternehmen über die gesamtschuldnerische Haftung in die Pflicht genommen wird. Möglicherweise kann der im besteuerten Gebiet ansässige Transaktionspartner gar nicht erkennen, dass sein Transaktionspartner ein Finanzinstitut gemäß FTS ist, weil es sich hierbei um ein „eigentlich“ nichtfinanzielles Unternehmen handelt, das aber ggf. als Finanzinstitut gemäß Art. 2 Abs. 1 Nr.8 lit. j gilt (was dieser Transaktionspartner u.U. selber nicht weiß oder nicht preisgeben möchte). Dies sind zwei Beispiele für die umfangreichen Ansässigkeitsfiktionen in Art. 4, die eindrücklich die Komplexität des Gesamtkonzepts belegen.

#### **4.6 Missbrauchsvorschriften sind nicht angemessen**

Die Missbrauchsklausel in Art. 13 ist verfehlt, da die geforderte Prüfung der ökonomischen Sinnhaftigkeit von Strukturen in Art. 13 Abs. 3 dem Charakter der FTS als Verkehrsteuer widerspricht. Hierbei stellt sich die Frage, inwiefern diese Vorschriften die Kapitalverkehrsfreiheit verletzen.

## 5 Weitere problematische Aspekte des Konzepts

### 5.1 Einnahmeziel ist sehr ambitioniert

Die Schätzung der EU-Kommission zu den jährlichen Einnahmen mit der FTS zwischen 30 und 35 Mrd. Euro p.a. ist sehr ambitioniert. Die Finanztransaktionssteuer gehört wie die Ökosteuer zu den „Lenkungssteuern“, d.h. die Steuerbasis reduziert sich in dem Maße, wie der „Lenkungszweck“, etwa das Eindämmen der „Spekulation“, erreicht wird.

Darüber hinaus ist mit Ausweichreaktionen der Marktteilnehmer in unbesteuerte Jurisdiktionen zu rechnen, da die FTS nicht global eingeführt wird. Ein abschreckendes Beispiel für diesen Effekt ist die Einführung einer Börsenumsatzsteuer in den 1980er Jahren in Schweden mit der Konsequenz, dass sich ein Großteil des Handels mit Finanzprodukten dauerhaft auf die Londoner Börse verlagerte. Das Aufkommen aus der Steuer war dementsprechend gering, was ein wesentlicher Grund für die Schweden war, dieses fehlgeschlagene Experiment 1991 abzubrechen.

Ersten Berichten zufolge ist auch das aktuelle französische Experiment keine Erfolgsgeschichte. Die Besteuerung von Transaktionen mit Aktien größerer französischer Emittenten hat das Handelsvolumen in diesen Wertpapieren deutlich gedrosselt. Hingegen ist der Handel mit Aktien nicht-französischer Unternehmen, die in Paris gehandelt werden, stark gestiegen. Zudem greifen die Anleger vermehrt bei Wertpapieren zu, deren Wertentwicklung an den Kurs des besteuerten Dividendentitels gekoppelt ist, anstatt direkt in die Aktie zu investieren. Diese Ausweichbewegungen werden dazu führen, dass die erhofften 1,6 Mrd. Euro p.a. Steuereinnahmen wohl nicht erreicht werden. Stattdessen darf der französische Staat nach aktuellen Prognosen eher mit 300 Mio. Euro rechnen. Eine ähnliche Entwicklung deutet sich auch in Italien an.

#### Exkurs: Die britische Stempel(ersatz)steuer

Von den Verfechtern der FTS wird oftmals die britische Stempel(ersatz)steuer als Beispiel für eine erfolgreiche Einnahmequelle herangezogen. Richtig ist zwar, dass der britische Fiskus mit dieser Steuer jährliche Einnahmen zwischen drei und vier Milliarden Euro generiert. Dieser Betrag speist sich allerdings nicht aus Transaktionen zwischen Banken und anderen Finanzdienstleistern, da diese von der Steuerzahlung in der Regel befreit sind. Vielmehr wird die Steuer fast ausschließlich von den Endanlegern, also Privatanlegern und Realwirtschaft, getragen. Gravierend ist auch, dass in Großbritannien nicht nur der Aktienerwerb, sondern auch die Aktienemission im Rahmen eines Börsengangs besteuert wird.

Allen Befürwortern, die die britische Stempelsteuer als Vorbild für eine gelungene FTS anführen, muss daher klar sein, dass das britische Modell genau das Gegenteil dessen ist, was der EU-Kommission vorschwebt: Bewusst werden Privatanleger

sowie die Realwirtschaft belastet, und nicht – wie mit dem Konzept der EU-Kommission intendiert – die Finanzindustrie. Allerdings erleichtern die hohen Freibeträge und niedrigen Sätze der Ertragsbesteuerung die Last der Stempel(ersatz)-steuer für Privatanleger. Hiervon sind wir in Deutschland aber weit entfernt.

Überdies geht die britische Regierung gerade den umgekehrten Weg. Sie hat vor Ostern angekündigt, die Stempelsteuer für Aktien des Wachstumssegments „Alternative Investment Market“ (AIM) abschaffen zu wollen, um den Handel in diesen Aktien attraktiver zu machen und damit die Kapitalaufnahme für kleinere und mittlere Unternehmen zu erleichtern.

Zwar ist das Konzept der EU-Kommission weniger anfällig für Steuervermeidung. Dennoch verhindert auch das „Ansässigkeitsprinzip“ oder das „Emissionsprinzip“ nicht die Abwanderung in unbesteuerte Gebiete mit der Folge, dass die Einnahmen längst nicht so hoch sein werden wie geplant.

Einerseits sollte die Kreativität der Finanzindustrie, legale Umgehungsstrukturen zu entwickeln, nicht unterschätzt werden. Andererseits sind schon heute viele Marktteilnehmer nicht zwingend an den Finanzplatz Europa (bzw. die Finanzplätze der elf Mitgliedstaaten) gebunden. So ist u.a. davon auszugehen, dass ein Großteil des Derivategeschäfts künftig nicht mehr von den hiesigen Banken, sondern von Finanzinstituten mit Sitz außerhalb des Anwendungsgebiets der FTS abgewickelt werden wird. Ein gleicher Abwanderungstrend wird im Hochfrequenzhandel erwartet, der inzwischen einen Großteil der Umsätze an den Börsen ausmacht. Zwar ist es erklärtes Ziel des Gesetzgebers, diese Marktpraktiken einzudämmen. Allerdings darf dies nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Einnahmen aus der Steuer dementsprechend sinken werden. Hieran zeigt sich drastisch der unauflösbare Konflikt zwischen der Zielsetzung, „unerwünschte“ Transaktionen einzudämmen, und dem Ziel, hohe Einnahmen zu generieren.

Voll betroffen sind hingegen Transaktionen mit denjenigen Marktteilnehmern, die weitgehend immobil sind und dementsprechend ihren Standort nicht verlagern können. Dazu gehören in erster Linie Privatanleger und große Teile der Realwirtschaft.

Schließlich müssen auch die Kosten der Steuererhebung beachtet werden. Für jeden Euro Steuereinnahmen werden Kosten für Überwachung, Programmierung der Computersysteme, Verfolgung von Ausweichreaktionen usw. anfallen, die z.T. der Fiskus, z.T. der Markt im Rahmen der Steuererhebung zu tragen hätte. Die Erhebungskosten beim Fiskus schmälern die Ergiebigkeit nochmals erheblich in direkter Form; die Erhebungskosten bei den Marktteilnehmern über sinkende Ertragssteuern in indirekter Form. Darüber hinaus ergeben sich praktische Probleme. Vollkommen unklar ist beispielsweise, wie die FTS von Marktteilnehmern außerhalb des besteuerten Gebiets erhoben werden soll. Dies scheint auch die Europäische Kommission so zu sehen, die dafür die verfassungsrechtlich hoch problematische gesamtschuldnerische Haftung aller Transaktionspartner eingeführt hat. Letztendlich würde eine Abwanderung zumindest von Teilen der Realwirtschaft den Wirtschaftsstandort Deutschland schwächen – gleiches gilt für den Finanzplatz.

## 5.2 Eindämmung unerwünschter Transaktionen?

Es ist erklärtes Ziel der EU-Kommission, mit der FTS „nicht förderliche“ Transaktionen zu minimieren. Hierbei ist allerdings fraglich, ob „nicht förderliche“ Transaktionen treffsicher identifiziert werden können. So zeigt beispielsweise eine große Zahl von Studien, dass die viel gescholtenen Hochfrequenzhändler in der Regel als Market Maker agieren. In dieser Funktion erhöhen sie die Liquidität der Märkte und senken die Transaktionskosten. Es muss also davor gewarnt werden, den Hochfrequenzhandel per se als „nicht-förderlich“ darzustellen.

Darüber hinaus ist fraglich, ob eine pauschale Besteuerung von Transaktionen eine adäquate „Regulierung“ zur Minimierung „nicht förderlicher“ Transaktionen ist. Auch hierfür kann das Beispiel des Hochfrequenzhandels herangezogen werden, der sicherlich mit potenziellen Schwächen verbunden ist. Allerdings müssen diese Schwächen, u.a. marktmissbräuchliche Praktiken, passgenau adressiert werden. Hierfür ist aber die Finanztransaktionssteuer ungeeignet; wesentlich besser ist hingegen eine gesetzliche Regelung, die bspw. mit dem nationalen „Hochfrequenzhandelsgesetz“ – auch wenn dieses noch einige Schwächen aufweist – oder im Rahmen der Überarbeitung der Finanzmarkttrichtlinie MiFID auf europäischer Ebene bereits verabschiedet bzw. auf den Weg gebracht wurde. Die Finanztransaktionssteuer zur „Regulierung“ vermeintlich oder tatsächlich „nicht förderlicher“ Transaktionen ist also weder hilfreich noch notwendig.

## 5.3 Attraktivität der Wertpapieranlage sinkt – Schaden für den Privatanleger

Die FTS bedeutet nicht nur eine enorme Zusatzbelastung für die Unternehmen der Realwirtschaft, sondern schadet auch den Privatanlegern. Angesichts rückläufiger Aktionärszahlen wären die steuerinduzierten Kosten für die Aktienakzeptanz deutscher Privatanleger ein herber Schlag. Mit der doppelten Besteuerung sowohl auf Unternehmens- als auch Anlegerebene wird die Aktienanlage gegenüber festverzinslichen Wertpapieren bereits jetzt deutlich diskriminiert.<sup>9</sup> Eine weitere steuerliche Belastung wäre das falsche Signal für die Anleger und würde die vermögenspolitischen Notwendigkeit, bei nachlassender Leistungsfähigkeit der gesetzlichen Rentenversicherung die private Altersvorsorge auch mit der Aktie auszubauen, konterkarieren.

Dabei ist der Steuersatz von 0,1 Prozent pro Transaktion auch nur vordergründig gering, da er sich im Börsenhandel durch den oben beschriebenen Kaskadeneffekt schnell vervielfältigen kann (siehe Abschnitt 2.2 dieses Positionspapiers). Darüber hinaus soll zwar die Ausgabe von Fondsanteilen steuerfrei erfolgen (Erwägungsgrund 9); allerdings wird dann der Erwerb von Fondsanteilen am Sekundärmarkt

9 Siehe hierzu Deutsches Aktieninstitut: Nachjustierung der Aktienbesteuerung. Empfehlungen des Deutschen Aktieninstituts zur steuerlichen Gleichstellung von Eigen- und Fremdkapital, Frankfurt a.M. 2010.

besteuert, was eine ungerechtfertigte steuerliche Diskriminierung des Börsenhandels darstellt.

Zudem werden die Manager von Investment- und Pensionsfonds auf Marktänderungen reagieren und den von ihnen verwalteten Wertpapierbestand in bestimmten Abständen umschichten. Die Umschlagshäufigkeit beträgt bei Aktienfonds 86 Prozent, bei Mischfonds 59 Prozent und bei Rentenfonds 54 Prozent (Median; Bezugsjahr: 2011).<sup>10</sup> Bei jeder dieser Transaktionen würde künftig die FTS anfallen, was – je nach Häufigkeit der Transaktionen – ebenfalls eine deutliche Zusatzbelastung darstellen würde, die letztendlich der Privatanleger in Form höherer Kosten tragen müsste. Auf diese Umschichtungen zu verzichten wäre auch keine Alternative, da unter einer suboptimalen Zusammensetzung des Portfolios die Rendite leiden würde.

Schließlich ist der unterschiedliche Steuersatz auf Aktien / Anleihen und Derivate mit dem Anreiz verbunden, in deutlich riskantere Hebelprodukte zu investieren. So ist die Steuer auf eine Transaktion mit Aktien im Wert von 1.000 Euro zehn Mal so hoch wie die Steuer auf eine Transaktion mit einem Hebelprodukt, das auf den Kursverlauf der gleichen Aktie mit dem Nominalwert von ebenfalls 1.000 Euro „wettet“. Der Kauf eines Hebelproduktes ist aber mit einem weitaus höheren Risiko verbunden als die Investition in den Basiswert. Die Finanztransaktionssteuer verzerrt daher die Anlageentscheidung der Privatanleger in Richtung riskanterer Finanzprodukte.

---

10 Siehe Kaserer, Christoph: Finanztransaktionssteuer und Altersvorsorge - Wirkungen und Nebenwirkungen, Januar 2013, S. 30.

## 6 Fazit

Insgesamt erreicht der Vorschlag der Europäischen Kommission zur Einführung einer FTS keines der angestrebten Ziele. Die FTS trifft in erster Linie und im erheblichen Umfang Realwirtschaft und Privatanleger, also diejenigen, die eigentlich – den politischen Absichtserklärungen zufolge – keine Zusatzlast tragen sollen. Weder kann auf hohe Einnahmen gehofft werden, noch ist sie ein adäquates Instrument, um die Stabilität des Finanzsystems zu erhöhen. So wichtig das Ziel der Haushaltskonsolidierung ist: die Finanztransaktionssteuer ist kein adäquates Mittel der Einnahmengenerierung. Hier müssen andere steuerpolitische Maßnahmen ergriffen werden. Die Erhöhung der Finanzstabilität, zu der die Finanztransaktionssteuer beitragen soll, kann und wird treffsicherer in anderen nationalen und europäischen Regulierungsvorhaben erreicht.



## Kontakt

---

Dr. Gerrit Fey  
Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Niederanau 13-19  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon + 49 69 92915 - 41  
Fax + 49 69 92915 - 12  
fey@dai.de  
www.dai.de

Dr. Norbert Kuhn  
Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Niederanau 13-19  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon + 49 69 92915 - 20  
Fax + 49 69 92915 - 12  
kuhn@dai.de  
www.dai.de

