

## Mehr Nachhaltigkeit auf den Finanzmärkten



**BERICHT** von Dorothea Schäfer

Finanztransaktionssteuer:  
kurzfristigen Handel verteuern, Finanzmärkte stabilisieren 3

**INTERVIEW** mit Dorothea Schäfer

»Die Finanztransaktionssteuer kann Krisen vorbeugen« 13

**AM AKTUELLEN RAND** Kommentar von Claudia Kemfert

Erneuerbare Energien: ja bitte! 16



DIW Berlin – Deutsches Institut  
für Wirtschaftsforschung e.V.  
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin  
T +49 30 897 89 -0  
F +49 30 897 89 -200  
79. Jahrgang  
22. Februar 2012

**Herausgeber**

Prof. Dr. Pio Baake  
Prof. Dr. Tilman Brück  
Prof. Dr. Christian Dreger  
Dr. Ferdinand Fichtner  
Prof. Dr. Martin Gornig  
Prof. Dr. Peter Haan  
Prof. Dr. Claudia Kemfert  
Karsten Neuhoﬀ, Ph.D.  
Prof. Dr. Jürgen Schupp  
Prof. Dr. C. Katharina Spieß  
Prof. Dr. Gert G. Wagner  
Prof. Georg Weizsäcker, Ph.D.

**Chefredaktion**

Dr. Kurt Geppert  
Nicole Walter

**Redaktion**

Renate Bogdanovic  
Susanne Marcus  
Dr. Richard Ochmann  
Dr. Wolf-Peter Schill  
Lana Stille

**Lektorat**

Dr. Ferdinand Fichtner

**Pressestelle**

Renate Bogdanovic  
Tel. +49-30-89789-249  
Susanne Marcus  
Tel. +49-30-89789-250  
presse@diw.de

**Vertrieb**

DIW Berlin Leserservice  
Postfach 7477649  
Offenburg  
leserservice@diw.de  
Tel. 01805 - 19 88 88, 14 Cent./min.  
ISSN 0012-1304

**Gestaltung**

Edenspiekermann

**Satz**

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

**Druck**

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –  
auch auszugsweise – nur mit Quellen-  
angabe und unter Zusendung eines  
Belegexemplars an die Stabsabteilung  
Kommunikation des DIW Berlin  
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.



Jede Woche liefert der Wochenbericht einen unabhängigen Blick auf die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland und der Welt. Der Wochenbericht richtet sich an Führungskräfte in Politik, Wirtschaft und Gesellschaft – mit Informationen und Analysen aus erster Hand.

Wenn Sie sich für ein Abonnement interessieren, können Sie zwischen den folgenden Optionen wählen:

**Jahresabo zum Vorzugspreis:** Der Wochenbericht zum Preis von 179,90 Euro im Jahr (inkl. MwSt. und Versand), gegenüber dem Einzelpreis von 7 Euro sparen Sie damit mehr als 40 Prozent.

**Studenten-Abo:** Studenten können den Wochenbericht bereits zum Preis von 49,90 Euro im Jahr abonnieren.

**Probe-Abo:** Sie möchten den Wochenbericht erst kennenlernen? Dann testen Sie sechs Hefte für nur 14,90 Euro.

Bestellungen richten Sie bitte an den

DIW Berlin Leserservice  
Postfach 74, 77649 Offenburg  
Tel. (01805) 9 88 88, 14 Cent./min.  
leserservice@diw.de

**Weitere Fragen?**

DIW Kundenservice:  
Telefon (030) 89789-245  
kundenservice@diw.de

Abbestellungen von Abonnements  
spätestens sechs Wochen vor Jahresende

**RÜCKBLLENDE: IM WOCHENBERICHT VOR 50 JAHREN**

## Die Ertragsverhältnisse in der Mitteldeutschen Landwirtschaft

Im ganzen zeigen diese Einzeldaten, daß in Mitteldeutschland zur Erzielung einer bestimmten Produktionsmenge jeweils ein erheblich höherer Tierbestand eingesetzt werden muß. Einer der Gründe dafür muß in der unzureichenden Futterversorgung gesucht werden. Einmal sind die Grünlanderträge und der Anfall heimischen Kraftfutters zu gering, zum anderen ist die Einfuhr von Kraftfuttermitteln, wie Ölkuchen, Fisch- und Fleischmehl, wegen der ständig angespannten Devisenlage nicht ausreichend. Dadurch verlängern sich die Mast- und Umtriebszeiten erheblich. Zugleich bedeuten diese für die SBZ ungünstigen Verhältnisse auch eine höhere Belastung der in der Tierhaltung eingesetzten Arbeitskräfte.

Zusammenfassend lässt sich sagen, daß die mitteldeutsche Landwirtschaft mit ihrem Leistungsstand erheblich hinter dem der Bundesrepublik zurückliegt. Berücksichtigt man überdies noch die Tatsache, daß die Zahl der in der Landwirtschaft Beschäftigten in der Bundesrepublik weit stärker zurückgegangen ist als in Mitteldeutschland – 1960 in der Bundesrepublik 80,3 und in der SBZ 87,7 auf der Basis 1952 –, dann fielen der Entwicklungsvergleich der Produktion noch mehr zum Nachteil der SBZ aus.

Ein Urteil über die Auswirkungen der totalen Kollektivierung der mitteldeutschen Landwirtschaft im Frühjahr 1960 ist aus den bisherigen agrarstatistischen Unterlagen noch nicht eindeutig abzuleiten. Die Ernte des Jahres 1960 war, witterungsmäßig besonders begünstigt und wurde überdies noch weitgehend individualwirtschaftlich erzielt. Aussagefähig wären bei den Pflanzenprodukten also erst die Daten des Jahres 1961. Diese liegen bisher nur für Kartoffeln vor. Bei ihnen ergab sich 1961 in der SBZ ein Rückgang der Hektarerträge um 36 vH, in der Bundesrepublik dagegen nur um knapp 7 vH. Die Leistungsdifferenz gegenüber der Bundesrepublik hat sich hier wieder auf 44 vH vergrößert. Die häufig zu findenden Kritiken der mitteldeutschen Behörden an der Arbeit in den Produktionsgenossenschaften lassen indessen für 1961 auch bei anderen Feldfrüchten eine merkliche Verschlechterung der Kennziffern erwarten.

Wochenbericht Nr. 8 vom 23. Februar 1962

# Finanztransaktionssteuer: kurzfristigen Handel verteuern, Finanzmärkte stabilisieren

Von Dorothea Schäfer

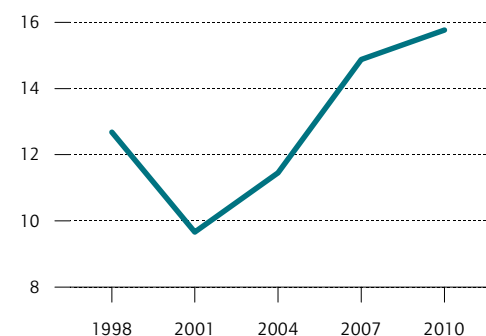
Eine Finanztransaktionssteuer kann neben der Finanzmarktregulierung das zentrale Instrument sein, um die Finanzmärkte in Zukunft wieder robuster zu machen. Wenn sie breit angelegt ist, zielt sie auf die Eindämmung von Regulierungsarbitrage, Blitzhandel, überaktivem Portfolio-Management und exzessiven Hebel- und Spekulationsgeschäften und setzt somit auch bei jener Klasse von Aktivitäten an, die mit zur Finanzkrise beigetragen haben. Selbst wenn sich durch die Steuer die Finanzmärkte nicht wieder stärker an den realwirtschaftlichen Bedingungen orientieren, generiert die Steuer zumindest Einnahmen und trägt so zur Deckung der Kosten der Finanzkrise bei. Der Trend zu zentralen Clearing- und Verwahrestellen erleichtert den Einzug der Finanztransaktionssteuer und erschwert die Steuerumgehung. Steuerumgehung ist freilich nie vollständig vermeidbar. Die Wirkung der Steuer sollte daher sorgsam beobachtet werden, damit Steuerschlupflöcher rasch gestopft und Verlagerungsplänen entgegengewirkt werden kann.

Der Devisenhandel gehört zu den aktivsten Segmenten im Finanzmarkt. Laut Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hat der durchschnittliche Tagesumsatz an den Devisenmärkten (Kassa- und Derivatehandel) der 53 wichtigsten Länder zwischen 2007 und 2010 um etwa 20 Prozent auf 4 000 Milliarden US-Dollar zugenommen.<sup>1</sup> Auf das Jahr bezogen, entspricht der Tagesumsatz einem Handelsvolumen von etwa 1 000 Billionen US-Dollar.<sup>2</sup> Im Jahr 2010 belief sich diese Summe auf mehr als das 15-fache des globalen Bruttoinlandsprodukts von gut 63 Billionen US-Dollar (Abbildung 1).

- <sup>1</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2010): Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivatives market activity in April 2010. Das Survey wird alle drei Jahre erhoben: 1998, 2001, 2004, 2007 und 2010; King, M. R., Rime, D. (2010): The 4\$ trillion question: what explains FX growth since 2007 Survey? in BIS Quarterly Review Special feature. Die Erhebung wird jeweils im April durchgeführt. Die BIS Erhebung (triennial survey) deckt etwa 97 Prozent des gesamten Derivate-Handels in den beteiligten Ökonomien ab.
- <sup>2</sup> Unterstellt werden 250 Handelstage.

Abbildung 1

## Handelsvolumen auf den Devisenmärkten Währungsgeschäfte je Einheit Bruttoinlandsprodukt



Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ); World Bank; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2012

Das Handelsvolumen wuchs vor der Finanzkrise exzessiv..

Anders als im Jahr 2001, mitten in der Dot-com-Krise, gingen in der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise die Devisengeschäfte im Verhältnis zur gesamtwirtschaftlichen Leistung nicht zurück. Bemerkenswerterweise sanken jedoch die Umsätze mit Kunden außerhalb des Finanzsektors. Dies deutet darauf hin, dass im Krisenzeitraum das Volumen der Handels- und Absicherungsgeschäfte der Realwirtschaft eher geringer geworden ist. Diese Vermutung spiegelt sich auch im Verhältnis zwischen Umsätzen am Devisenmarkt und weltweitem Handelsvolumen (Abbildung 2). Die Entwicklung an den Devisenmärkten dürfte durch spekulative Kapitalströme dominiert sein.

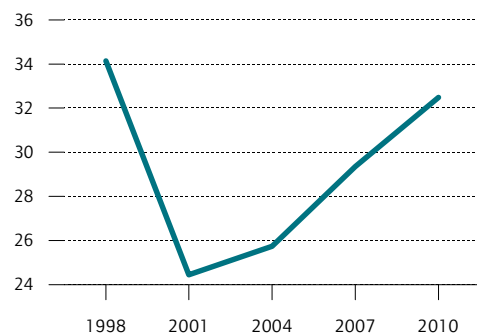
Die Ursachen für das Wachstum im Devisenhandel sieht die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in der gestiegenen Aktivität von Hochfrequenz-Händlern, kleineren Banken als Kunden der großen Handelsbanken und von privaten Online-Händlern. Die hohen Investitionen der großen Banken in den Eigenhandelsbereich haben die Konzentration im Devisenhandel weiter befördert.<sup>3</sup>

Im Zuge der anhaltenden Finanzkrise haben es derivative Geschäfte wie Verbriefungen auf der Basis von US-Subprime-Hypotheken (Collateralized Debt Obligations) und Kreditversicherungen (Credit Default Swaps) zu zweifelhafter Berühmtheit gebracht. Derivate leiten sich aus traditionellen Finanzprodukten wie Aktien, Anleihen oder Krediten ab. In diesem hochinnovativen

3 King, M.R., Rime, D. (2010), a. a. O.

Abbildung 2

**Umsätze am Devisenmarkt und Welthandel**  
Währungsgeschäfte je Einheit Welthandel



Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ); World Bank; WHO; Berechnungen des DIW Berlin.

Die Finanztransaktionen laufen der Realwirtschaft davon.

Segment wurden in den vergangenen Jahren unzählige neue Produkte auf den Markt gebracht.

Der ausstehende Nominalwert<sup>4</sup> der sogenannten *Over the Counter (OTC)-Derivate*, also der nicht an Börsen gehandelten Derivate, ist rasant gestiegen und beträgt ein zweistelliges Vielfaches des Bruttoinlandsprodukts. Bezogen auf die G10-Staaten einschließlich der Schweiz lag das Verhältnis im Jahr 2011 bei knapp 20 (Abbildung 3).<sup>5</sup>

Seit 2000 hat sich der ausstehende Nominalwert der OTC-Derivate versiebenfacht. Der Handel mit Derivaten an Börsen hat sich zwischen 1990 und 2007 verachtzehnfacht. Nach einer kurzen Stagnation ist das Handelsvolumen 2011 wieder substantiell gewachsen (Abbildung 4). Verantwortlich für diese Entwicklungen sind eine starke Reduktion der Transaktionskosten auf bis ein Zehntel des Niveaus der 80er Jahre,<sup>6</sup> ein Rückgang der durchschnittlichen Haltedauer und eine Vielzahl neuer Produkte. Der Derivate-Handel erlaubt einen im Vergleich zum Kassamarkt sehr viel geringeren Kapitaleinsatz. Entsprechend groß ist die Hebelwirkung. Mit der starken Zunahme des Derivate-Handels geht folglich auch eine Erhöhung der Liquiditäts- und Ausfallrisiken einher.

4 Der Nominalwert ist der Kurs/Preis des Basiswertes multipliziert mit der Anzahl der Kontrakte.

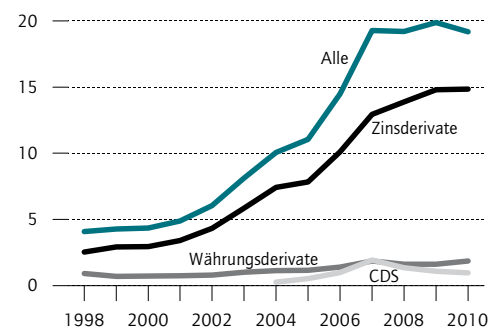
5 Die G10 besteht aus Belgien, Kanada, Frankreich, Deutschland, Italien, Japan, den Niederlanden, Schweden, Großbritannien und den USA.

6 Matheson, T. (2011): Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence. Working Paper 11/54, Internationaler Währungsfonds.

Abbildung 3

**OTC-Derivate und Bruttoinlandsprodukt**

Nominalwerte ausstehender Derivate  
je Einheit Bruttoinlandsprodukt



Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ); OECD; Berechnungen des DIW Berlin.

Der Schattenhandel ist rasant gestiegen.

Die Finanztransaktionssteuer setzt an diesen Entwicklungen an. Durch Drosselung des Transaktionsvolumens sollen die Finanzmärkte wieder stärker an die Realwirtschaft gekoppelt werden. Da Wertpapierbesitz und damit auch der Handel mit finanziellen Vermögensgegenständen überproportional häufig in den oberen Einkommens- und Vermögenschichten vorkommt, wirkt die Steuer progressiv.<sup>7</sup>

### Hohe Steuerlast nur bei häufiger Aktivität

Die Bemessungsgrundlage der Finanztransaktionssteuer ist in der Regel der Nominalwert des gehandelten Papiers. Der EU-Vorschlag sieht vor, den Handel mit Aktien und Anleihen mit einem Steuersatz von 0,2 Prozent und Derivate mit einem Steuersatz von 0,02 Prozent zu belegen.<sup>8</sup> Die Hälfte der Steuerbelastung trägt der Verkäufer, die andere Hälfte der Käufer. Wegen dieser vergleichsweise geringen Steuersätze kann eine in Relation zum Nominalwert hohe Steuerbelastung nur durch häufigen Handel zustande kommen. Ein geringer Umschlag hält dementsprechend den Steuerbetrag niedrig.

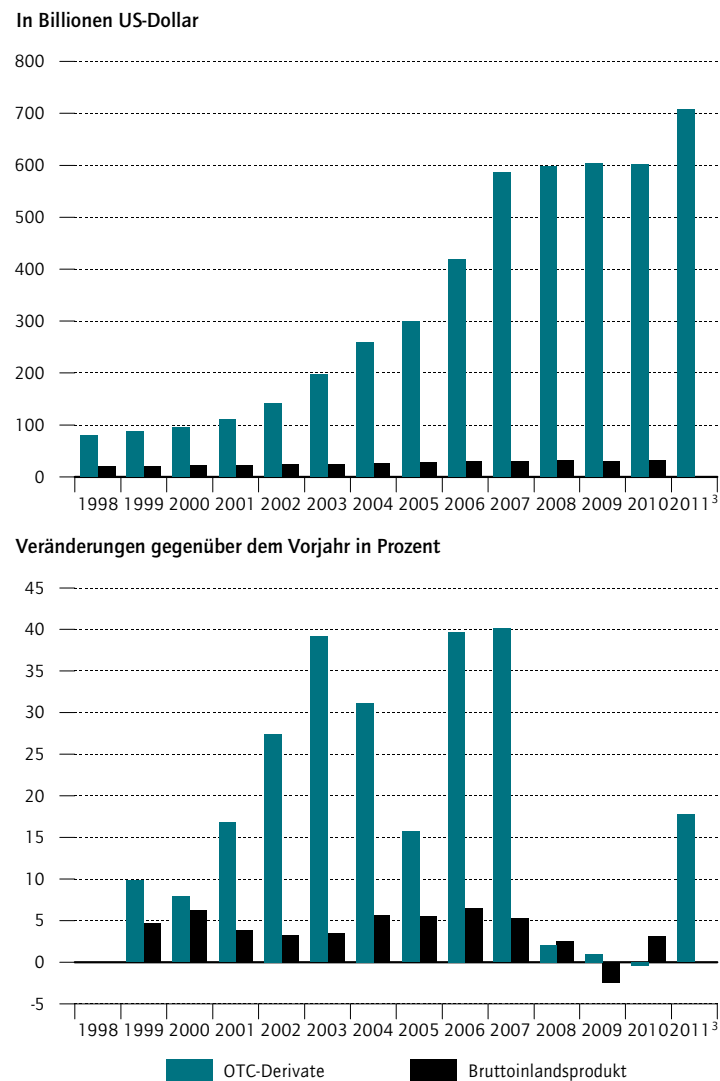
Das lässt sich anhand eines Vergleichs zwischen einem eher passiven und einem eher aktiven Fondsmanager leicht zeigen. Für beide sei ein identisches Portfolio von jeweils 1 000 Anteilspapieren zum Preis von 100 Euro pro Papier angenommen. Der passive Manager schlage 25 Prozent seines Portfolios einmal im Jahr um, wohingegen beim aktiven Management alle Papiere zweimal im Jahr durch andere ersetzt werden. Somit zeigt der aktive Manager im Vergleich zu seinem Pendant eine 8-fach erhöhte Handelsaktivität. Die Transaktionssteuer in Höhe von 0,1 Prozent wird fällig, wenn der Fondsmanager Wertpapiere handelt, also sowohl beim Kauf als auch beim Verkauf.

Dementsprechend unterschiedlich fällt die Steuerschuld am Ende des Jahres aus. 50 Euro, und damit 0,05 Prozent des Portfoliowertes, muss der passive Manager pro Jahr abführen. Auf den Fonds mit den oft gehandelten Papieren kommen hingegen 400 Euro und damit 0,4 Prozent des Gesamtwertes des Portfolios zu.

Der Effekt der Umschlagshäufigkeit zeigt sich noch deutlicher, wenn man die Wertentwicklung eines Aktienfonds über 40 Jahre verfolgt. Dabei wird von einem

Abbildung 4

### OTC-Derivate<sup>1</sup> und Bruttoinlandsprodukt<sup>2</sup>



1 Ausstehende Nominalwerte.

2 GIO zuzüglich der Schweiz.

3 Jahresmitte.

Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ); OECD; Berechnungen des DIW Berlin.

Der Derivate-Handel übersteigt das Bruttoinlandsprodukt um ein Vielfaches, und das Missverhältnis nimmt nach der Finanzkrise erneut kräftig zu.

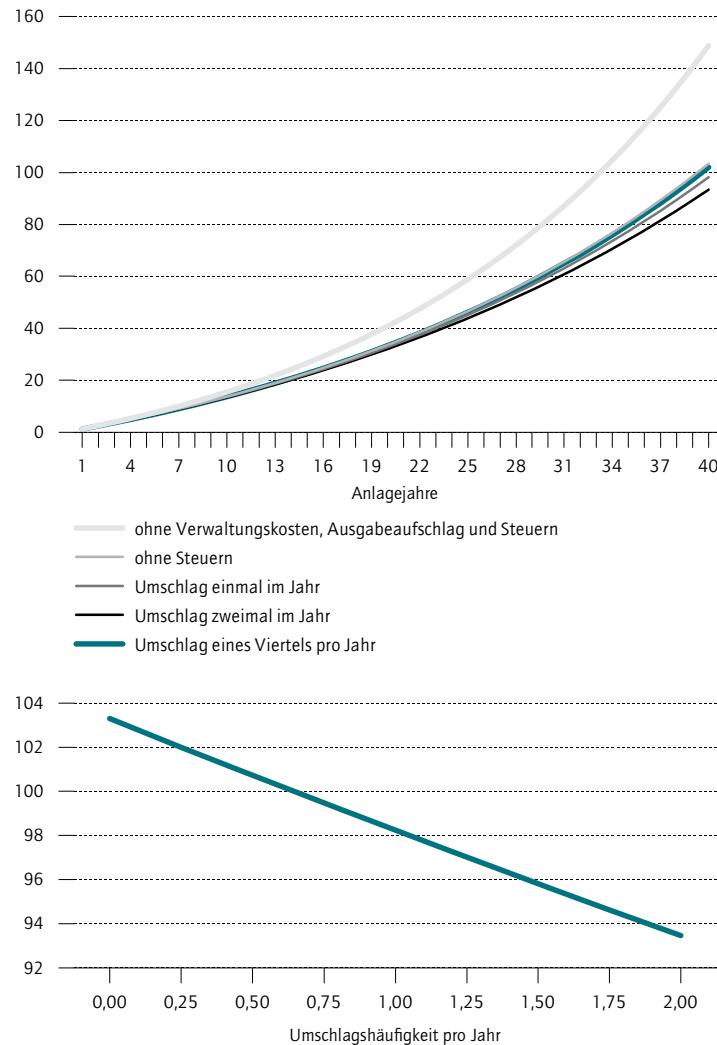
monatlichen Sparbetrag von 100 Euro ausgegangen. Der Ausgabeaufschlag betrage fünf Prozent, und der jährlich fällige Verwaltungskostensatz belaufe sich auf 1,2 Prozent. Die jährliche Rendite des Fonds liege bei fünf Prozent. Die Transaktionssteuer wird fällig, wenn der Fondsmanager Wertpapiere handelt, also sowohl beim Kauf als auch beim Verkauf. Eine Transaktion im Wert von 100 Euro (Verkauf und Kauf der zugrunde lie-

7 In Deutschland besaßen die oberen zwei Dezile der Bevölkerung etwa 80 Prozent des gesamten Nettovermögens. Frick, J., Grabka, M.: Gestiegene Vermögensungleichheit in Deutschland. Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 4/2009. Zur progressiven Wirkung der Finanztransaktionssteuer vgl. Matheson, T. (2011), a. a. O.

8 Europäische Kommission (2011): Richtlinienvorschlag der Europäischen Kommission zur Finanztransaktionssteuer. Ratsdok. Nr. 14942/11.

Abbildung 5

**Portfoliowert<sup>1</sup> in Abhängigkeit von der Umschlagshäufigkeit**  
In 1 000 Euro



<sup>1</sup> Kumulierter Endwert mit Ausgabeaufschlag, Verwaltungskosten und Steuern des laufenden Jahres.  
Quelle: Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2012

Die Umschlagshäufigkeit hat einen negativen Einfluss auf die Portfolioentwicklung.

genden Aktien) zieht demnach für den Fonds in diesem Beispiel eine Steuerschuld von 20 Cent nach sich.

Ohne Ausgabeaufschlag, Verwaltungskosten und Besteuerung beträgt der Wert des Portfolios nach 40 Jahren knappe 150 000 Euro (Abbildung 5). Ausgabeaufschlag und jährliche Verwaltungskosten reduzieren den Endwert um mehr als 40 000 Euro. Ist die Handelsaktivität wie oben angenommen sehr hoch, und wird das gesamte Portfolio jedes Jahr zwei Mal umgeschlagen, betragen die Bruttokosten der Finanztransaktionssteuer nach 40 Jahren über 14 000 Euro. Allerdings flacht sich

durch die Besteuerung der Umschlagshäufigkeit auch die Wertentwicklung des Portfolios ab. Die Bemessungsgrundlage für die Verwaltungskosten ist somit niedriger als ohne Steuern. Ein Teil der Steuer wird folglich durch den Rückgang der Verwaltungskosten wieder eingespart. Die tatsächliche Steuerlast bei einem zweifachen Komplettumschlag summiert sich daher am Ende der 40-jährigen Ansparphase auf knappe 10 000 Euro.

Anders sieht es aus, wenn der Fonds sein Portfolio selten umschlägt. Wird pro Jahr nur jeweils ein Viertel des Gesamtportfolios durch neue Wertpapiere ersetzt, beträgt der Endwert der Steuer am Ende der 40-jährigen Ansparphase lediglich knappe 1 400 Euro. Der Endwert ergibt sich aus der Summe der aufgezinsten tatsächlich pro Jahr entrichteten Steuern. Der tatsächlich gezahlte Steuerbetrag ohne Verzinsung liegt bei etwas mehr als 800 Euro. Die Steuerbelastung ist nur ein Bruchteil der durch Ausgabeaufschlag und jährliche Verwaltungskosten verursachten Kosten. Die Steuer fällt unter diesen Umständen kaum ins Gewicht und beeinträchtigt die Wertentwicklung des Portfolios nicht nennenswert.

Altersvorsorgesparer sollten daher nach Einführung einer Finanztransaktionssteuer die Fondsanbieter dahingehend aussuchen, welche Gesamtkosten aus Ausgabeaufschlag, Verwaltungsgebühr und Finanztransaktionssteuer auf sie zukommen. Bei einem hinreichend großen Wettbewerb zwischen den Fondsanbietern ist zu erwarten, dass die Finanztransaktionssteuer über die Fondsgebühren aufgefangen wird. In einem wettbewerbsintensiven Umfeld haben die Fondsanbieter folglich ein Interesse, die Umschlagshäufigkeit und damit die Steuerlast gering zu halten. Die Finanztransaktionssteuer ist somit ein Programm zur Verminderung der Handelsaktivität und zur Verlängerung der Haltedauer von Wertpapieren.<sup>9</sup>

**Transaktionssteuer kann krisenhafte Entwicklungen bremsen**

Vor der Finanzkrise wurden aus einfachen kreditbesicherten Verbriefungen zunächst wertpapierbesicherte Verbriefungen, sogenannte CDOs (Collateral-Debt Obligations) konstruiert, dann aus diesen „Verbriefungen im Quadrat (CDOs squared)“ abgeleitet und schließlich „Verbriefungen im Doppelquadrat (CDOs cubed)“ er-

<sup>9</sup> Andrew Haldane hält Anreize zur Verlängerung der Haltedauern für zwingend notwendig, um die Kurzfristorientierung auf den Märkten zu durchbrechen. Haldane, A. (2010): Patience and Finance. Paper of the Bank of England, [www.bankofengland.co.uk/publications/news/2010/067.htm](http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2010/067.htm).

zeugt.<sup>10</sup> Die Derivatekette machte die Identifizierung des ursprünglichen Kreditnehmers und damit die Kreditanierung unmöglich. Diese Unübersichtlichkeit und Komplexität der Konstruktionen hat nach 2007 mit zum raschen Zusammenbruch des CDO-Marktes beigetragen.<sup>11</sup> Wenn durch Finanzinnovation aus einem Standardprodukt eine Kaskade weiterer Produkte erzeugt wird, vervielfachen sich die Handelsaktivitäten und damit auch die Steuerlast im System. Folglich ist zu erwarten, dass solche oder ähnlich gestaltete Finanzinnovationen durch die Transaktionssteuer an Attraktivität verlieren.

Der spekulative Handel mit Derivaten, die von den zugrundeliegenden Produkten völlig losgelöst sind, wie ungedeckte Leerverkäufe und Kreditversicherungen, tendiert ebenfalls dazu, sich explosionsartig zu vermehren. Schließlich gehen die Gestehungskosten für diese Art von Finanzprodukten gegen null.<sup>12</sup> Die europäische Börsenaufsicht ESMA kann zwar ungedeckte Leerverkäufe in Krisenzeiten künftig befristet verbieten, um Finanzmarkturbulenzen entgegenzuwirken. Eine Steuer dürfte aber die Attraktivität des Markteintritts und damit auch die Gesamtaktivität der Finanzinstitute in diesem Segment dämpfen.

Ein dämpfender Effekt durch die Finanztransaktionssteuer ist auch bei Finanzgeschäften zu erwarten, die allein aus regulatorischen Gründen getätigt werden. Ein Beispiel dafür sind bestimmte Repo-Geschäfte. Repo-Geschäfte beinhalten den Verkauf eines Vermögensgegenstandes bei gleichzeitiger Rückkaufvereinbarung. Sie eignen sich deshalb für die kurzzeitige Auslagerung von Bilanzpositionen, so dass die Bilanzsumme zu einem bestimmten Stichtag kleiner aussieht, als sie tatsächlich ist.<sup>13</sup> Das für die Bankenregulierung relevante Verhältnis zwischen Eigenkapital und Bilanzsumme, die Leverage Ratio, erscheint folglich größer.

Die US-Investmentbank Lehman Brothers hat Repo-Geschäfte regelmäßig zur Reduktion ihrer Bilanzsumme genutzt. Spätestens ab 2015, wenn Basel III die Publikation der Leverage Ratio vorschreibt und Unterschreitungen der vorläufigen Drei-Prozent-Marke zum Vertrauensverlust führen können, besteht auch für europäische Banken ein Anreiz, solche Operationen durchzuführen.<sup>14</sup> Die Finanztransaktionssteuer wirkt diesem Anreiz entgegen.

Ein anderes Beispiel für eine aus Regulierungssicht unerwünschte Aktivität ist die Auslagerung von Geschäften in das Schattenbanksystem, zum Beispiel in Tochterfirmen, Hedgefonds<sup>15</sup> oder selbständige Zweckgesellschaften. Vormalig interne Transaktionen werden so zu (möglicherweise gebührenbehafteten) Handelsgeschäften zwischen selbständigen Einheiten. Die Finanztransaktionssteuer bestraft die Auslagerung und belohnt die Internalisierung von Transaktionen und wirkt so dem Schattenbanksystem entgegen.

### Steuer dämpft Hochfrequenzhandel ein

Die Haltedauer einer US-amerikanischen Aktie wird bis in die 70er Jahre des vergangenen Jahrhunderts mit durchschnittlich etwa sieben Jahren angegeben. Danach kam es zu einer radikalen Verkürzung. Im Jahr 2000 lag die Haltedauer bereits bei weniger als zwei Jahren. 2007 betrug sie nur mehr sieben Monate. Die Entwicklung in Großbritannien war ähnlich.<sup>16</sup>

Für hohe Umschlagsgeschwindigkeiten, steigende Transaktionszahlen und eine immer kürzere durchschnittliche Haltedauer von Wertpapieren sind zunehmend Hochfrequenzhändler (High Frequency Trader, HFT) verantwortlich. HFT ist eine Form des automatisierten Handels. Die Chicago Federal Reserve Bank schätzt, dass 2009 etwa 70 Prozent des US-amerikanischen Aktienhandels über hochleistungsfähige Handelscomputer liefen.<sup>17</sup> Für europäische Märkte wird davon ausgegangen, dass der Marktanteil des Hochfrequenzhandels zwischen 30 und 40 Prozent liegt.<sup>18</sup> Oft folgen die Computer beobachteten Handelsmustern. Sie stehen daher auch im Verdacht, den Herdentrieb zu ver-

**10** Mortgage-Backed Security bezeichnet eine Bond-Emission, deren unterschiedlich geratete Tranchen durch Hypothekarkredite besichert sind. Collateralized Debt Obligation ist eine Bond-Emission, deren einzelne Tranchen durch die Verbriefung der Hypothekarkredite, also durch Mortgage-Backed Securities abgesichert sind. CDO squared sind eine Bond-Emission, die über CDOs abgesichert ist und CDO cubed ist eine Bond-Emission, die über Collateral Debt Obligation squared besichert ist. Will der Halter einer Collateral Debt Obligation squared mit Zahlungsstörungen herausfinden, welche der ursprünglichen Kredite diese Zahlungsstörungen verursachen, muss er den Entstehungsprozess seines Wertpapiers über vier Stufen zurückverfolgen. Dies hat sich im Zuge der Finanzkrise als sehr schwierig herausgestellt.

**11** Schäfer, D., Zimmermann, K. F. (2009): Bad Bank(s) and Recapitalization of the Banking Sector. *Intereconomics*, 2009, 44 (4), 215-225.

**12** Ungedeckte CDS werden zu Spekulationszwecken emittiert und gehandelt. Aufgrund dieses Motivs findet vermutlich in den meisten Fällen keine Absicherung für den Fall der tatsächlichen Fälligkeit der Kreditversicherung statt.

**13** Banken führen auch mit der Zentralbank Repo-Geschäfte durch. Solche Geschäfte sind gemäß des Vorschlags der EU-Kommission von der Steuer ausgenommen.

**14** Binder, S., Schäfer, D. (2011): Banken werden immer größer. *DIW Wochenbericht* Nr. 32/2011.

**15** Die Finanzkrise trat 2007 in ihre akute Phase, als die Investmentbank Bear Stearns zwei ihrer Hedgefonds High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund und High-Grade Structured Credit Fund schließen musste.

**16** Haldane, A. (2010), a. a. O.

**17** Clark, C. (2010): Controlling risk in a lightning-speed trading environment. *Chicago Fed Letter*.

**18** Schulmeister et al. (2011): Implementation of a General Financial Transactions Tax. WIFO-Publikation.

stärken und damit zur Bildung von Blasen auf den Finanzmärkten beizutragen.<sup>19</sup>

Die Computer können aber auch in Sekundenbruchteilen Kauf- oder Verkaufsaufträge analysieren und damit Rahm abschöpfen. Platziert beispielsweise ein Pensionsfonds einen Kaufauftrag für eine Aktie, gibt das Computerprogramm Kaufaufträge für die gleichen Titel ein, kommt dem Pensionsfonds zuvor, und verkauft die erworbenen Papiere dann sofort wieder zu einem minimal höheren Preis. Millionen solcher Transaktionen können hohe Gewinne zum Beispiel auf Kosten von Pensionsfonds erzeugen.

In der Vergangenheit haben Börsen diese Form von Arbitrage noch wesentlich erleichtert, indem sie Hochfrequenzhändlern vorab Einblicke in Kauforders gewährten (Blitzhandel).<sup>20</sup> HFT-Systeme fingieren aber auch Aufträge, um herauszufinden, welchen Preis andere Händler zu zahlen bereit sind. Unmittelbar nach dem Absenden werden diese Aufträge wieder storniert. Schätzungen besagen, dass zwischen 80 und 90 Prozent der Aufträge im Hochfrequenzhandel wieder storniert werden.<sup>21</sup> Ist die Zahlungsbereitschaft des Handelspartners bekannt, kann der HFT-Verkäufer die maximale Rendite abschöpfen.

Die im Hochfrequenzhandel getätigten Geschäfte liefern pro Transaktionseinheit oft nur einen minimalen Überschuss. Extrem hohe Umschlagsgeschwindigkeiten ermöglichen dennoch hohe Volumina und daraus resultierend sehr hohe Gesamtgewinne.

Wegen des geringen Überschusses pro Transaktionseinheit reagiert der Hochfrequenzhandel vermutlich sehr stark auf die Erhöhung der Transaktionskosten pro Einheit, so dass mit einem Rückgang des Handelsvolumens gerechnet werden kann. Der Vorschlag der EU-Kommission zur Finanztransaktionssteuer sieht auch vor, Transaktionen zu besteuern, die später wieder storniert oder berichtigt werden. Dies erhöht die Kosten des unerwünschten Ausspähens der Zahlungsbereitschaft der Wertpapierkäufer mittels Platzierung und Stornierung von Kauforders.

<sup>19</sup> [www.zerohedge.com/article/scientific-proof-high-frequency-trading-induces-adverse-changes-market-microstructure-and-dy](http://www.zerohedge.com/article/scientific-proof-high-frequency-trading-induces-adverse-changes-market-microstructure-and-dy).

<sup>20</sup> Das sogenannte Flash Trading ist seit 2009 im Visier der US-amerikanischen Wertpapieraufsicht SEC.

<sup>21</sup> Die extrem kurzen Haltedauern im Hochfrequenzhandel sind 2010 auch ins Visier der SEC geraten. Präsidentin Schapiro plante eine minimale Haltedauer einzuführen, „to stop high-frequency traders from frenetically canceling deals“. Vgl. auch Chlistalla, M. (2011): High Frequency Trading – Better than its reputation? Deutsche Bank Research.

## Finanztransaktionssteuern bereits in mehreren Ländern

Zurzeit erheben mehr als ein Dutzend Staaten Steuern auf Finanzgeschäfte. Der britische Fiskus bittet per Stempelsteuer zur Kasse. Im Euroraum besteuern Belgien, Finnland, Griechenland und Italien Börsengeschäfte (Kasten). Das oft gegen die Funktionsfähigkeit der Finanztransaktionssteuer in Feld geführte Argument der Steuerumgehung zieht nicht, wenn die Ausgestaltung entsprechend gewählt wird. Das zeigt exemplarisch der Vergleich zwischen Großbritannien und Schweden.

## An den Sitz des Unternehmens gebundene Stempelsteuer in Großbritannien ...

Die Stempelsteuer auf den elektronischen Handel (Stamp Duty Reserve Tax) bringt dem britischen Fiskus etwas mehr als dreieinhalb Milliarden Euro pro Jahr ein. Das sind rund 90 Prozent des Aufkommens aus der gesamten Stempelsteuer von gut vier Milliarden Euro. Besteuert wird der Handel mit Wertpapieren, die Unternehmen in Großbritannien ausgeben. Der Steuersatz beträgt vergleichsweise hohe 0,5 Prozent des Kaufpreises des Wertpapiers. Das ist etwa doppelt so viel wie die durchschnittlichen Transaktionskosten. Derivate werden von der Steuer nicht erfasst.

Die Steuer gilt nicht für Aktien von Unternehmen, die an britischen Börsen gelistet sind, aber ihren Sitz im Ausland haben. Zusätzlich gibt es eine Vielzahl von Ausnahmeregelungen. Zum Beispiel sind Transaktionen von Händlern, die Aktien zum Zwecke der Liquiditätssicherung erwerben, von der Steuer ausgenommen. Laut Schätzungen werden nur 20 Prozent des Handels an der Londoner Börse von der Steuer erfasst.<sup>22</sup>

Ein zentrales Merkmal der britischen Stempelsteuer verhindert eine geographische Verlagerung der Handelsaktivitäten. Die Steuer gilt für den Handel mit Wertpapieren von Unternehmen, die selbst oder deren Muttergesellschaft ihren Sitz in Großbritannien haben, unabhängig davon, ob diese Papiere in London, Frankfurt, Paris oder New York gekauft oder verkauft werden. Die Abwicklung erfolgt effizient durch CREST, einer zentralen Abwicklungs- und Verwahrsgesellschaft. Seit 2002 gehört CREST zur Euroclear Group. An Euroclear nehmen über 2000 Finanzinstitute in mehr als 90 Ländern teil.<sup>23</sup> Die Steuer wird bei Transfer der Aktie automatisch eingezogen. Die Einnahmen pro Jahr

<sup>22</sup> Matheson, T. (2011), a. a. O.

<sup>23</sup> [www.euroclear.com](http://www.euroclear.com).



pendeln um 0,2 Prozent des britischen Bruttoinlandsprodukts.<sup>24</sup>

Der Einzug der an Handelsplätzen außerhalb Großbritanniens anfallenden Steuer scheint keine nennenswerten Probleme zu verursachen. Diese Beobachtung widerspricht der immer wieder geäußerten Befürchtung, dass eine im nationalen Alleingang oder im Alleingang der Euroländer eingeführte Steuer auf Handelsplätzen außerhalb des Geltungsbereichs des Gesetzes nicht durchsetzbar sei.

### ... versus handelsplatzgebundene Transaktionssteuer in Schweden

Schweden führte 1984 eine Steuer von 0,5 Prozent auf den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren ein. Die Steuer wurde auf alle Transaktionen innerhalb Schwedens erhoben. Wegen der Bindung an den Handelsplatz ließ sich die Steuer vergleichsweise leicht vermeiden. Der Handel musste lediglich auf ausländische Börsen verlagert werden. Die Steuereinnahmen entwickelten sich von Anfang an enttäuschend. Bis 1990 waren etwa 50 Prozent des schwedischen Börsenhandels nach Großbritannien umgezogen. Der seit Einführung der Steuer feststellbare Rückgang des Handelsvolumens dürfte allerdings nicht nur der Transaktionssteuer, sondern auch der heraufziehenden Finanzkrise in den nordischen Ländern geschuldet gewesen sein.<sup>25</sup> Im Jahr 1991, inmitten der schwedischen Finanzkrise, wurde die Steuer wieder abgeschafft. Mit dem Abebben der Finanzkrise wuchs auch das Handelsvolumen in Schweden wieder deutlich.<sup>26</sup>

### Vorschlag der EU-Kommission: Sitzlandprinzip für Käufer und Verkäufer

Um die Umgehung möglichst gering zu halten, sieht der Richtlinienvorschlag der EU-Kommission das Sitzlandprinzip vor. Danach wird jede Transaktion besteuert, bei der entweder der Käufer oder der Verkäufer aus dem Geltungsbereich des Gesetzes kommt. Die Umgehung der Steuer setzt damit zwingend das Ausweichen beider Vertragsparteien in den Nichtgeltungsbereich des Gesetzes voraus. Hat eine Vertragspartei

ihren Sitz außerhalb der Steuerzone, haftet die Partei innerhalb der Steuerzone gesamtschuldnerisch. Bei einem unwilligen externen Vertragspartner kann sich daher der Steuersatz auch auf 0,2 Prozent erhöhen. Die Belastung des Käufers und des Verkäufers jeweils mit 0,1 Prozent zieht bei Vertragspartnern aus unterschiedlichen Ländern die sofortige Aufteilung des Steueraufkommens auf die beiden Heimatstaaten nach sich. Der Vorteil dieser Regelung ist, dass das Steueraufkommen nicht ex post umverteilt werden muss.

Bei vielen der gemäß EU-Richtlinienvorschlag zu steuernden Transaktionen (zum Beispiel der Handel von Derivaten und Verbriefungen) sind Käufer und Verkäufer international tätige große Finanzinstitute. Diese könnten die Transaktionen über ihre Tochtergesellschaften außerhalb des Geltungsbereichs des Gesetzes durchführen. Um diesem Problem zu begegnen, könnte die Steuerpflicht von vornherein an das Sitzland der kaufenden oder verkaufenden Muttergesellschaft gebunden werden.

Steuerungsumgehung geschieht nicht nur durch Verlagerung, sondern auch durch Finanzinnovationen. Die steuerinduzierte Finanzinnovation dürfte allerdings nur eine geringe Rolle spielen, wenn grundsätzlich jedes neue Produkt besteuert wird, es sei denn der Erzeuger kann nachweisen, dass das Produkt nicht unter das Gesetz fällt.

### Transaktionssteuer gemäß EU-Vorschlag ist der britischen Börsenumsatzsteuer vorzuziehen

Die EU-Kommission schlägt vor, alle Derivate inklusive Verbriefungen der Steuer zu unterwerfen. Auch stornierte Kauf- und Verkaufsaufträge sollen Gegenstand der Besteuerung sein. Transaktionen im Primärmarkt wie zum Beispiel der Kauf und Verkauf von Aktien durch Privatpersonen sollen hingegen weitgehend von der Steuer befreit sein, ebenso wie Darlehens- und Anleihetätigkeiten von Haushalten und Unternehmen sowie Transaktionen in Zusammenhang mit der EZB. Diese Ausnahmen sollen sicherstellen, dass die unmittelbare Finanzierung der Realwirtschaft inklusive der Finanzierung der privaten Haushalte durch die Steuer nicht beeinträchtigt wird. Dies ist insofern gerechtfertigt, als mit der Steuer in erster Linie der Handel mit Finanzinstrumenten durch Finanzinstitute getroffen und gelenkt werden soll.

Kritischer hingegen ist die Ausnahme der Devisenkassengeschäfte zu sehen. Die sehr starke Ausdehnung in den letzten Jahren und die Abkopplung von den realen Handelsaktivitäten lassen es geboten erscheinen, den

<sup>24</sup> EU-Kommission (2010): Commission Staff Working Paper on Impact Assessment – Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC, [www.parlament.gv.at/cgi-bin/eukp.pdf?P\\_EU=XXIV.pdf/EU/05/98/059894.pdf](http://www.parlament.gv.at/cgi-bin/eukp.pdf?P_EU=XXIV.pdf/EU/05/98/059894.pdf).

<sup>25</sup> Ketzler, R., Schäfer, D. (2009): Nordische Bankenrisiken der 90er Jahre: Gemischte Erfahrungen mit „Bad Banks“. Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 5/2009.

<sup>26</sup> EU-Kommission (2010), a. a. O.

Kasten

**Erhebung von Finanztransaktionssteuern in verschiedenen Ländern**

	Börsliche Finanztransaktionssteuer	Außerbörsliche Finanztransaktionssteuer
China	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 0,3% Börsenumsatzsteuer bei Kauf/Verkauf von Finanztiteln.</li> </ul>	
Belgien	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 0,05%–0,17% Börsenumsatzsteuer beim Kauf/Verkauf von Finanztiteln (max. 500 EUR).</li> <li>• Diverse Sondersteuern auf bestimmte Finanztransaktionen, z. B. 0,07% beim Kauf/Verkauf von belgischen Staatsschuldtiteln (max. 750 EUR).</li> <li>• Es gelten allerdings diverse Einzelfallausnahmen.</li> </ul>	
Finnland		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1,6% Kapitalverkehrssteuer bei außerbörslichem Kauf/Verkauf von Finanztiteln.</li> <li>• Transaktionen, bei denen weder Käufer noch Verkäufer im Inland ansässig sind, oder Aktien von Unternehmen mit Sitz im Ausland werden nicht besteuert.</li> </ul>
Griechenland	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 0,15% Börsenumsatzsteuer beim Kauf/Verkauf griechischer oder ausländischer, börsennotierter Aktien.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 5% Kapitalverkehrssteuer bei außerbörslichem Kauf/Verkauf von nicht börsennotierten Aktien.</li> </ul>
Großbritannien	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beim Kauf von Aktien, börsenfähigen Wertpapieren und bestimmten Geschäftsanteilen wird eine Stempelsteuer bzw. Stempellersatzsteuer zwischen 0,5%–1,5% fällig.</li> <li>• Es gelten diverse Steuerbefreiungen für bestimmte Finanztransaktionen.</li> </ul>	
Hongkong	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 0,1% Börsenumsatzsteuer pro Transaktion.</li> </ul>	
Irland	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1% Stempelsteuer bei Kauf/Verkauf von Aktien oder börsenfähigen Finanztiteln von im Inland ansässigen Unternehmen.</li> <li>• 0,5% Stempelsteuer bei Kauf/Verkauf von Finanztiteln ausländischer Unternehmen.</li> <li>• Es gelten diverse Steuerbefreiungen für bestimmte Finanztransaktionen.</li> </ul>	
Italien	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 0,009–0,014% Börsenumsatzsteuer bei Kauf/Verkauf von Finanztiteln.</li> <li>• Befreit sind Transaktionen, die von einem Finanzintermediär durchgeführt werden.</li> </ul>	

	Börsliche Finanztransaktionssteuer	Außerbörsliche Finanztransaktionssteuer
Malta		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2 % Stempelsteuer beim Kauf/Verkauf von börsenfähigen Finanztiteln.</li> <li>• 5 % Stempelsteuer beim Kauf/Verkauf von Wertpapieren eines Unternehmens, dessen Aktiva zu mehr als 75 % aus unbeweglichem Vermögen besteht.</li> </ul>
Polen	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1 % „Steuer auf zivilrechtliche Handlungen“ beim Kauf/Verkauf von Finanztiteln (Steuer umfasst nicht nur Finanztransaktionen).</li> <li>• Übertragende Vermögensrechte müssen sich in Polen befinden oder ausgeübt werden.</li> <li>• Es gelten diverse Steuerbefreiungen für bestimmte Finanztransaktionen.</li> </ul>	
Zypern	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 0,6% Börsenumsatzsteuer beim Kauf/Verkauf von Finanztiteln durch Privatpersonen, 1,0% bei Kauf/Verkauf durch Gesellschaften.</li> <li>• 0,05 % auf Erwerbsgeschäfte zugunsten der Börse.</li> <li>• Es gelten diverse Steuerbefreiungen für bestimmte Finanztransaktionen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Stempelsteuer beim Kauf/Verkauf von Anleihen zypriotischer Gesellschaften, wenn sie mit Grundbesitz in Zypern zusammenhängen.</li> <li>• Bis 170 860 EUR 0,15 % pro 1 708,60 EUR, ab 170 861 EUR 0,2% pro 1 708,60 EUR (max. 17 086,01 EUR).</li> </ul>
Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 0,15 % Stempelsteuer beim Kauf/Verkauf inländischer Finanztitel.</li> <li>• 0,3 % Stempelsteuer beim Kauf/Verkauf von ausländischen Finanztiteln.</li> </ul>	
Singapur	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Steuersatz hängt von der Art des gehandelten Titels und dem Volumen ab.</li> </ul>	
Taiwan	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 0,1 % Börsenumsatzsteuer bei Kauf/Verkauf von Anleihen.</li> <li>• 0,3 % Börsenumsatzsteuer bei Kauf/Verkauf von Aktien.</li> </ul>	
USA	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Keine landesweite Börsenumsatzsteuer.</li> <li>• Einige Staaten erheben allerdings Vermögensverkehrssteuern, z. B. New York bis zu 5ct Börsenumsatzsteuer pro Aktie (max. 350 USD).</li> <li>• Es gelten diverse Steuerermäßigungen und Erstattungsmöglichkeiten für Steuerin- und Steuerausländer.</li> </ul>	

Quellen: Deutscher Bundestag: Drucksache 16/12571, 16. Wahlperiode, 3.4.2009; Matheson, T. (2011): *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*. IMF WP/11/54.

Staaten mit der Finanztransaktionssteuer ein Lenkungsinstrument in die Hand zu geben.

Trotz dieser Ausnahmen ist der Ansatz der EU-Kommission sehr viel breiter angelegt als die lediglich auf Aktien und Unternehmensanleihen beschränkte britische Stempelsteuer. Folglich sind auch die Chancen höher, die eigentlichen Treiber der Explosion der Handelsvolumina der vergangenen Jahrzehnte zu erfassen und jene Klasse von Finanzprodukten zu belasten, die besonders oft mit unerwünschten Handelsaktivitäten, wie Regulierungsarbitrage, Blitzhandel, überaktives Portfoliomanagement und allen Arten von Hebel- und Spekulationsgeschäften in Verbindung gebracht werden.

### Clearingsysteme wirken der Steuer- vermeidung entgegen

Die meisten bestehenden Finanztransaktionssteuern gelten für Wertpapiergeschäfte, die über Börsen abgewickelt werden. Das Gros des Handel auf den Finanzmärkten findet jedoch im OTC-Bereich statt. Ebenso wie das Schattenbanksystem ist dieser Bereich des Handels wenig transparent.<sup>27</sup> Die Vertragskonditionen und Abrechnungsmodalitäten sind in der Regel nur den Vertragsparteien bekannt. Dementsprechend schwierig könnte sich eine Besteuerung der OTC-Transaktionen gestalten. Wie die Abwicklung der britischen Stempelsteuer über CREST zeigt, ermöglichen zentrale Abwicklungs- und Verwahrstellen eine effektive Steuererhebung. Zentrale Clearingstellen und eine allgemeine Registrierpflicht verbessern die Voraussetzung für den Einzug der Steuer und wirken so der Steuerhinterziehung entgegen.

<sup>27</sup> Analog zum Schattenbanksystem lässt sich der OTC-Handel als Schattenhandel bezeichnen. Die Vertragskonditionen ebenso wie die Abrechnungsmodalitäten sind meist individuell auf die Bedürfnisse der Vertragsparteien zugeschnitten und für Außenstehende intransparent.

Die USA hat mit dem *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* bereits eine umfangreiche Clearing- und Berichtspflicht für OTC-Derivate eingeführt. Auch in der EU gibt es Pläne zur Standardisierung von Derivate- und OTC-Geschäften und zur Abwicklung durch eine zentrale Gegenpartei (CCP) mit Sitz in der EU. Um einen Anreiz für die Nutzung von zentralen Clearingsystemen zu schaffen, könnten die Regierungen auch einen höheren Steuersatz für OTC-Handel ins Auge fassen.<sup>28</sup>

### Fazit

Eine Steuer auf Finanztransaktionen dürfte das riesige Handelsvolumen an den Finanzmärkten verringern. Der Nutzen einer solchen Verringerung für die Volkswirtschaft ist heftig umstritten. Insbesondere wird oft darauf verwiesen, dass die Effizienz der Märkte durch die Steuer beeinträchtigt wird. In der Tat ist man bis zur Krise weithin davon ausgegangen, dass die Preisfindung an Finanzmärkten weitgehend effizient sei. Von neuen Finanzprodukten und einer höheren Handelsfrequenz erwartete man sich grundsätzlich einen Beitrag zur besseren Verteilung und zum Management der Risiken. Ex post hat sich allerdings gezeigt, dass mit vielen der innovativen Produkte lediglich Mittel in undurchsichtige Wertpapierkonstruktionen gelenkt wurden und die Explosion der Handelsvolumina mit immer stärkeren Schwankungen an den Kapitalmärkten einhergingen. Eine Finanztransaktionssteuer bietet die Aussicht, diese sich gegenseitig verstärkenden Trends von immer mehr derivativen Produkten und immer kürzeren Haltedauern zu bremsen. Sie kann damit einen wichtigen Beitrag leisten, um die Abkopplung der Finanzmärkte von der Realwirtschaft zu stoppen.

<sup>28</sup> Matheson, T. (2011), a. a. O.

Dorothea Schäfer ist Forschungsdirektorin Finanzmärkte am DIW Berlin | dschaefer@diw.de

JEL: G20, G24, G28

Keywords: Financial crisis, Financial transaction tax, financial institutions



Prof. Dr. Dorothea Schäfer,  
Forschungsdirektorin Finanzmärkte,  
Abteilung Innovation, Industrie,  
Dienstleistung am DIW Berlin

## FÜNF FRAGEN AN DOROTHEA SCHÄFER

# »Die Finanztransaktionssteuer kann Krisen vorbeugen«

1. Frau Prof. Schäfer, die Einführung einer Finanztransaktionssteuer soll beispielsweise den extrem schnellen elektronischen Handel an den Börsen eindämmen. Wo liegt das Problem bei dieser Art von Geschäft? Beim sogenannten Hochfrequenzhandel werden zum Beispiel Kauf- und Verkaufsangebote elektronisch ausgespielt. Gekaufte Portfolios werden innerhalb kürzester Zeit zu einem höheren Preis wieder losgeschlagen. So wird im Nanosekundenbereich Gewinn gemacht. Wenn ein Portfolio wieder verkauft wird, nachdem es für den Bruchteil einer Sekunde gehalten wurde, wird es vom nächsten Käufer unnötig teuer eingekauft. Das bedeutet nichts anderes, als dass hier der Rahm durch die Hochfrequenzhändler abgeschöpft wird, zu Ungunsten der übrigen Anleger.
2. Der EU-Vorschlag sieht vor, den Handel mit Anteilen und Anleihen mit einem Steuersatz von 0,1 Prozent und Derivate mit einem Steuersatz von 0,01 Prozent zu belegen. Wie stark würde eine solche Besteuerung den Finanzhandel eindämmen? Das ist extrem schwer zu sagen. Wenn die Gewinnspannen im elektronischen Handel so hoch sind, dass sie durch eine Steuer nicht wesentlich beeinträchtigt werden, wird kaum eine Einschränkung stattfinden. In diesem Falle hat man jedoch die Steuereinnahmen, und die kann man dafür verwenden, die Folgen der Finanzkrise mit zu finanzieren. Prinzipiell kann man über die Transaktionssteuer erreichen, dass der Hochfrequenzhandel und die Derivateketten eingeschränkt werden. Auch kosmetische Bilanztransaktionen würden unattraktiver. Wenn man das erreicht, werden die Steuereinnahmen natürlich geringer sein. Eine Prognose, wie die Lenkungswirkung letztlich sein wird, kann man allerdings nicht treffen.
3. Wie stark verringert eine Transaktionssteuer die Gefahr eines Börsencrashes? Die Finanztransaktionssteuer ist nicht prinzipiell in der Lage, einen Crash zu verhindern. Sie kann allerdings dazu beitragen, dass Finanzinstru-

mente, wie zum Beispiel die vielfach verbrieften Kredite aus dem amerikanischen Subprime-Bereich, gar nicht erst geboren werden oder deutlich weniger komplex ausfallen. Das bedeutet, dass die Transaktionssteuer einen Beitrag zur Vorbeugung gegen Krisen leisten kann. Sie könnte zum Beispiel das Erfinden von Kaskaden von Derivaten dämpfen. Das kann eine sehr stark vorbeugende Maßnahme gegenüber ungesunden Entwicklungen sein, wie wir sie in der letzten Finanzkrise gesehen haben.

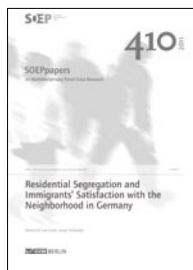
4. Wie wirkungsvoll wäre die Transaktionssteuer überhaupt, wenn sie nur im Kreis der Euroländer eingeführt wird? Wenn man die Finanztransaktionssteuer nur in den Euroländern einführen würde, würde das die Wirkung der Steuer nicht wesentlich beeinträchtigen, da nach dem EU-Rahmenvorschlag beide Vertragsparteien umziehen müssten, wenn sie die Steuer umgehen wollten. Sie müssten zum Beispiel nach London ziehen, um die Steuer zu vermeiden. Das Problem wäre, dass man dann ein Europa der zwei Geschwindigkeiten hätte. Das ist von der EU-Kommission nicht gewünscht, würde aber zur Not so hingenommen.
5. Welche Folgen hätte die Transaktionssteuer für den privaten Anleger? Die Folgen für den privaten Anleger hängen davon ab, wie häufig der Portfoliomanager, den er mit der Verwaltung seiner Ersparnisse beauftragt hat, handelt. Ein ruhiger Portfoliomanager, der sich seine Investitionen genau überlegt und nur wenig Aktien wieder verkaufen muss, wird nur wenig Steuern verursachen. Dadurch ist die Steuerbelastung für den Sparer ebenfalls gering. Ein hektischer Portfoliomanager, der sein Portfolio mehrmals im Jahr umschichtet, wird hingegen hohe Steuern verursachen. Aber das hat jeder Anleger selbst in der Hand, weil er sich seinen Portfoliomanager ja dahingehend aussuchen kann.

Das Gespräch führte Erich Wittenberg.



Das vollständige Interview zum Anhören finden Sie auf [www.diw.de/interview](http://www.diw.de/interview)

SOEPpapers Nr. 410/2011  
 Verena Dill, Uwe Jirjahn, Georgi Tsertvadze

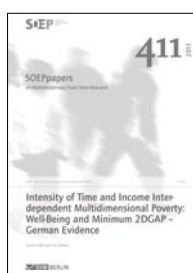


## Residential Segregation and Immigrants' Satisfaction with the Neighborhood in Germany

Using data from the German Socio-Economic Panel, this study examines the relationship between immigrant residential segregation and immigrants' satisfaction with the neighborhood. The estimates show that immigrants living in segregated areas are less satisfied with the neighborhood. This is consistent with the hypothesis that housing discrimination rather than self-selection plays an important role in immigrant residential segregation. Our result holds true even when controlling for other influences such as household income and quality of the dwelling. It also holds true in fixed effects estimates that account for unobserved time-invariant influences.

[www.diw.de/publikationen/soeppapers](http://www.diw.de/publikationen/soeppapers)

SOEPpapers Nr. 411/2011  
 Joachim Merz, Tim Rathjen



## Intensity of Time and Income Interdependent Multidimensional Poverty: Well-Being and Minimum 2DGAP—German Evidence

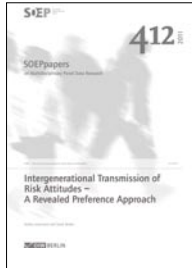
Extending the traditional income poverty concept by multidimensional poverty has been of growing interest within the last years. This paper contributes with an analysis of interdependent multidimensional (IMD) poverty intensity of time and income, which in particular restricts social participation. The interdependency of the multiple poverty dimensions under a strong (union approach) and weak focus axiom (compensation approach) are regarded in particular when measuring the intensity of multidimensional poverty. In addition to various poverty gap measures including the multidimensional well-being gap, for the first time we propose a minimum multidimensional poverty gap (2DGAP).

To respect Sen's capability approach with its social participation aspects we define the time dimension as genuine personal leisure time. Based on a CES well-being function and a multi-dimensional poverty line evaluated by the German population (estimated with the German Socio-Economic Panel) the individual poverty intensity of the active population is analysed for various regimes of multiple poverty. For this purpose the German Time Use Surveys 1991/92 and 2001/02 and its time use diary data are used. Analysing the active population this paper contributes too to the poverty situation of the working poor.

All the empirical results, including the microeconomic Heckman type estimation of the IMD poverty intensity (2DGAP) and the IMD poverty risk, indicate the overall importance of the time dimension with its social participation aspect incorporated within an interdependent multidimensional time and income poverty approach. An important dimension would be neglected in the poverty analysis and in targeted poverty policies if time additional to income would is not respected.

[www.diw.de/publikationen/soeppapers](http://www.diw.de/publikationen/soeppapers)

SOEPpapers Nr. 412/2011  
Andrea Leuermann, Sarah Necker



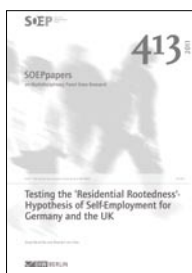
## Intergenerational Transmission of Risk Attitudes: A Revealed Preference Approach

This study investigates whether the willingness to take income risks revealed by occupational choice is transmitted from parents to their children. Using data from the German Socio-Economic Panel (SOEP), we find that fathers' riskiness of job is a significant determinant of children's occupational risk, in particular sons' (excluding parent-child pairs with identical occupations). This is the first piece of evidence for intergenerational transmission of risk attitudes relying on real world behavior. It shows that not only individuals' own assessments of their risk attitudes correlate (found by previous studies) but also risk preferences shown in exactly the same situation.

[www.diw.de/publikationen/soeppapers](http://www.diw.de/publikationen/soeppapers)

---

SOEPpapers Nr. 413/2011  
Darja Reuschke, Maarten Van Ham



## Testing the 'Residential Rootedness': Hypothesis of Self-Employment for Germany and the UK

Based on the notion that entrepreneurship is a 'local event', the literature argues that self-employed workers and entrepreneurs are 'rooted' in place. This paper tests the 'residential rootedness'-hypothesis of self-employment by examining for Germany and the UK whether the self-employed are less likely to move or migrate than employees. Using longitudinal data from the German Socio-economic Panel Study (SOEP) and the British Household Panel Survey (BHPS) and accounting for transitions in employment status we found little evidence that the self-employed in Germany and the UK are more rooted in place than employees. Firstly, the self-employed are not less likely to move or migrate over the period 2001-08. Secondly, those who are currently self-employed are also not more likely to have remained in the same place over a period of three years (2008-06 and 2005-03) as compared to those who are currently employed. Thirdly, those who are continuously self-employed are not less likely to have moved or migrated over a 3-period than those in continuous paid employment. Fourthly, in contrast to the prevalent 'residential rootedness'-hypothesis in economic geography and regional studies, we found that the entry into and the exit from selfemployment are associated with internal migration.

[www.diw.de/publikationen/soeppapers](http://www.diw.de/publikationen/soeppapers)



Prof. Dr. Claudia Kemfert ist Leiterin der Abteilung Energie, Verkehr, Umwelt am DIW Berlin  
Der Beitrag gibt die Meinung der Autorin wieder.

# Erneuerbare Energien: ja bitte!

Die Bürger in diesem Land sind für die Energiewende, für den Ausbau erneuerbarer Energien, aber auch für erhöhte Stromkosten? Die Menschen sind bereit, für erneuerbare Energien Geld zu bezahlen, keine Frage. Aber Energie muss auch für einkommensschwache Haushalte bezahlbar bleiben. Diese Diskussion wird vor allem seitens der Politik wieder intensiv geführt, vor allem seit Ende letzten Jahres die Nachfrage nach Photovoltaik – wieder einmal – sprunghaft gestiegen ist, und so die Sorge vor erhöhten Strompreisen wächst. Der Bundesumweltminister möchte die Umlage nach dem Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG-Umlage) auf 3,5 Cent pro Kilowattstunde begrenzen. Dies wird kaum möglich sein, wenn die Nachfrage nach Photovoltaik weiterhin derart ungebremst wächst und hoch vergütet wird. Daher schlägt der Bundeswirtschaftsminister eine Deckelung vor und will den Anteil bis 2020 auf 33 Gigawatt installierter Leistung begrenzen. Davon sind 25 Gigawatt bereits installiert, im letzten Jahr allein 7,5 Gigawatt. Somit müssten im laufenden Jahr 2012 der Zubau um fast 90 Prozent auf ein Gigawatt minimiert werden. Es ist richtig, die Fördersätze zu kürzen, insbesondere da die Kosten massiv gesunken sind, der Wettbewerb stark gestiegen ist, und es noch immer aufgrund des hohen Angebots Überkapazitäten gibt. Es macht allerdings wenig Sinn, den Zubau derart stark zu kappen. Die Solarenergieanbieter leiden ohnehin an der derzeitigen Marktentwicklung und müssen ihre Wettbewerbsfähigkeit vor allem im internationalen Markt unter Beweis stellen. Zudem: Nicht nur die Photovoltaik-Vergütung allein treibt die Umlage und somit den Strompreis. Auch die vielen Ausnahmen und Privilegierungen energieintensiver Unternehmen führt dazu, dass die Last auf immer weniger Verbraucher konzentriert wird, die die Umlage insbesondere für diese Kunden rasant ansteigen lässt. Zudem hängt die Entwicklung der EEG-Umlage auch von zahlreichen weiteren Faktoren ab, wie dem Zubau anderer erneuerbarer Energien insbesondere Offshore-Windenergie sowie der Entwicklung des Großhandelspreises für Strom. Die regelmäßig wieder-

kehrende Forderung der Abschaffung des EEG ist nicht zielführend. Es macht zum derzeitigen Punkt keinen Sinn, das Instrument der Förderung der erneuerbaren Energien mittels EEG-Umlage in ein Quotensystem zu ändern. Zahlreiche Studien und empirische Beweise belegen, dass Quotenmodelle ungeeignet sind, einen raschen Ausbau der erneuerbaren Energien effektiv voranzubringen. Da es ein Mengeninstrument ist, gibt es übrigens auch nicht automatisch die gewünschte effiziente Preiswirkung und Kostenentwicklung. Viele Länder wie beispielsweise England – wie zahlreiche andere EU-Länder – haben sich entschlossen, weg vom Quotenmodell ein Einspeisevergütungsmodell ähnlich wie in Deutschland einzuführen. Das EEG geht übrigens davon aus, dass die Vergütungssätze immer weiter abgesenkt werden müssen, bis die Technologien wettbewerbsfähig sind. Um die geologischen und ökonomischen Effizienzvorteile der einzelnen EU-Länder auszunutzen, ist es vor allem sinnvoll, den EU-Binnenmarkt und somit den Wettbewerb zu stärken. Sicherlich macht es mehr Sinn, in Griechenland Sonnenenergie zu nutzen, in Nordeuropa Wasser- und Windkraft. Um die EU-Ziele eines Anteils von 80 Prozent der Energieversorgung in den kommenden vier Jahrzehnten zu erreichen, ist noch ein langer Weg zu gehen. Und dies funktioniert nur mit einem effektiven Instrumentarium – das EEG gehört eindeutig dazu. Zudem werden die Energieeffizienzpotentiale massiv unterschätzt. Eine kluge Energiewende kann die Stromkunden im Übrigen entlasten. Anstelle sich einseitig auf die Abschaffung eines Instrumentariums zu konzentrieren, würde eine kluge Energiewende in der Tat bedeuten, dass man die Menschen darin unterstützt, was sie wollen: eine klimaschonende, sichere und bezahlbare Energieversorgung. Und das bedeutet, dass man sie beim Energiesparen unterstützt. Nun muss man vor allem auch die Verbraucher animieren, dass sie dies in die Tat umsetzen und deutlich häufiger als bisher Ihren Anbieter wechseln. Wenn die notwendige Transparenz und Information über einen nachhaltig produzierten Strom vorliegt, dem wird dies sicherlich leichter fallen. Und das wäre ganz im Sinne der Minister.