



Bern, 9. Oktober 2024

Finanzierung der AHV durch eine Finanzmarkttransaktionssteuer

Bericht des Bundesrates
in Erfüllung des Postulats 21.3440 Rieder vom
19. März 2021

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	4
1 Ausgangslage	8
1.1 Auftrag	8
1.2 Aufbau des Berichts	8
2 Eine Typologie der Finanztransaktionssteuern	9
2.1 Wertschriftentransaktionssteuer	9
2.1.1 Steuer auf Primärmarkttransaktionen	9
2.1.2 Steuer auf Sekundärmarkttransaktionen	9
2.2 Banktransaktionssteuer im Zinsdifferenzgeschäft	10
2.2.1 Kredittransaktionssteuer	10
2.2.2 Einlagentransaktionssteuer	10
2.3 Devisentransaktionssteuer	10
2.4 Abgrenzung zu anderen Transaktionssteuern	10
2.4.1 Immobilientransaktionssteuer (Handänderungssteuer)	10
2.4.2 Versicherungsprämiensteuern (Versicherungsabgabe)	11
2.4.3 Mikrotransaktionssteuer	11
3 Mögliche Ziele einer Finanztransaktionssteuer	11
3.1 Rechtfertigung unter dem Fiskalzweck	12
3.1.1 Ansätze zur Gestaltung des Steuersystems	12
3.1.2 Geeignete Steuerbasen	14
3.1.3 Finanztransaktionen als inferiore Steuerbasen	15
3.2 Rechtfertigung unter dem Lenkungsweck	16
3.2.1 Ressourcenverschwendungs-These	17
3.2.2 Kompositionseffekt-These	17
3.2.3 Liquiditätseffekt-These	17
4 Auswirkungen einer Wertschriftentransaktionssteuer	18
4.1 Handelsvolumen	18
4.2 Marktliquidität	18
4.3 Preisfindung	22
4.4 Volatilität	23
4.4.1 Auswirkungen auf die kurzfristige Preisvolatilität	23
4.4.2 Auswirkungen auf langfristige Preisschwankungen (Blasen und Crashes)	26
4.5 Auswirkung auf die Vermögenswerte und die Kapitalkosten	29
4.6 Auswirkungen auf die Ersparnisbildung und die Risikobereitschaft	31
5 Die Debatte über Finanztransaktionssteuern	31
5.1 Schweizerische Debatte über die Abschaffung der Stempelabgaben	32
5.1.1 Die Abschaffungsdiskussion im Rahmen der Pa. Iv. 09.503	32
5.1.2 Position des Bundesrates zur Abschaffung der Stempelabgaben	33
5.2 Internationale Debatte	33
5.2.1 Diskussion in der G20	33
5.2.2 Diskussion in der EU	34
5.3 Unilaterale versus multilateral koordinierte Finanztransaktionssteuern	35
6 Wertschriftentransaktionssteuern im Primärmarkt	36
6.1 Die schweizerische Emissionsabgabe auf inländischen Beteiligungsrechten	36
6.1.1 Gegenstand der Abgabe (Art. 5 StG)	36
6.1.2 Abgabebefreiungen (Art. 6 StG)	37
6.1.3 Abgabeschuldner (Art. 10 Abs. 1 StG)	37
6.1.4 Steuersatz und Berechnungsgrundlage (Art. 8 und 9 StG)	38
6.2 Auswirkungen und deren Bewertung	38
6.2.1 Standortziel	38
6.2.2 Effizienzziel	38

6.3	Position des Bundesrates	40
6.4	Optionen zur Generierung von Mehreinnahmen.....	41
7	Wertschriftentransaktionssteuer im Sekundärmarkt	42
7.1	Länderbeispiele für Wertschriftentransaktionssteuern im Sekundärmarkt.....	42
7.1.1	Die schweizerische Umsatzabgabe.....	42
7.1.2	Die Stempelabgabe im Vereinigten Königreich	48
7.1.3	Die französische Wertschriftentransaktionssteuer	49
7.1.4	Die italienische Wertschriftentransaktionssteuer	50
7.1.5	Die aufgehobene schwedische Wertschriftentransaktionssteuer	51
7.2	Ausgestaltungsfragen	52
7.2.1	Emissions- versus Ansässigkeitsprinzip	52
7.2.2	Nichtbesteuerung des «market making» und der Vermittlergeschäfte	53
7.2.3	Nichtbesteuerung des Hochfrequenzhandels	53
7.2.4	Beurteilung der Umsatzabgabe aus der Perspektive der nationalen Wohlfahrt	54
7.2.5	Alternative Strategien bei der Umsatzabgabe	55
8	Banktransaktionssteuer im Zinsdifferenzgeschäft.....	56
8.1	Transaktionssteuer auf Neuhypotheken	56
8.2	Transaktionssteuer auf Bankeinlagen.....	57
9	Devisentransaktionssteuer	58
10	Abschätzung des Mehreinnahmepotenzials	58
11	Alternativen zu Finanztransaktionssteuern	59
11.1	Fiskalzweck	59
11.1.1	Ausweitung der Mehrwertsteuer auf zusätzliche Finanzdienstleistungen	59
11.1.2	Financial activities tax (FAT)	60
11.2	Lenkungs zweck gegen Überschuldungsanreize	60
11.2.1	Financial stability contribution (FSC)	60
11.2.2	Umgestaltung der Gewinnsteuer	60
12	Besteuerungskompetenz des Bundes und Einnahmenverwendung	62
12.1	Bundeskompetenz zur Erhebung von Finanztransaktionssteuern	62
12.2	Verwendung der Einnahmen zugunsten der AHV.....	62
12.2.1	Verfassungsrechtliche Finanzierungsvorgaben für die AHV und IV	62
12.2.2	Finanzierungsgrundsätze der Sozialversicherung	64
12.3	Einnahmenverwendung zu anderen Zwecken	64
13	Schlussfolgerungen und Empfehlungen.....	65

Zusammenfassung

Das überwiesene Postulat 21.3440 Rieder beauftragt den Bundesrat in einem Bericht aufzuzeigen, wie eine Finanztransaktionssteuer in der Schweiz aufgebaut sein müsste, um die AHV mittel- und langfristig zu finanzieren (Ziffer 1).

Der vorliegende Bericht in Beantwortung dieses Postulats definiert den Begriff der Finanztransaktion, legt auf dieser Grundlage eine Typologie der Finanztransaktionssteuern vor und grenzt diese von anderen Transaktionssteuern ab (Ziffer 2). Finanztransaktionen kommen durch den Austausch finanzieller Vermögenswerte gegen andere finanzielle Vermögenswerte zustande. Finanztransaktionssteuern können im Wesentlichen auf Wertschriftentransaktionen im Primärmarkt (Emission von Wertschriften) und Sekundärmarkt (Handel mit Wertschriften), auf Kredit- oder Einlagetransaktionen im Zinsdifferenzgeschäft der Banken und auf Devisentransaktionen erhoben werden. Die Schweiz kennt mit der Emissionsabgabe (mit jährlichen Erträgen von durchschnittlich 250 Millionen Franken in den letzten zehn Jahren) und der Umsatzabgabe (mit jährlichen Erträgen von durchschnittlich 1,3 Milliarden Franken in den letzten zehn Jahren) bereits heute zwei Finanztransaktionssteuern in Form je einer Wertschriftentransaktionssteuer im Primär- bzw. im Sekundärmarkt.

Anschliessend wird erörtert, ob sich eine Finanztransaktionssteuer unter dem Fiskalzweck oder unter dem Lenkungsweck rechtfertigen lässt (Ziffer 3).

Unter dem Fiskalzweck (Ziffer 3.1) sollen dem Staat Steuereinnahmen beschafft werden, damit dieser die öffentlichen Aufgaben erfüllen kann. Sinnvollerweise erfolgt die Einnahmenbeschaffung unter den Leitlinien zweier Ansätze, die beide ihre Berechtigung haben. Dabei leitet der traditionelle Ansatz das Steuersystem aus Gerechtigkeitsprinzipien ab, während der optimalsteuertheoretische Ansatz das beste Steuersystem aus der Menge alternativer Steuersysteme aufgrund ihrer jeweiligen Auswirkungen und eines Zielsystems auswählt. Im Zielsystem finden sich neben dem Fiskalziel namentlich Effizienz-, Standort- und Verteilungsziele.

Unter dem Gesichtspunkt des Fiskalzwecks schneidet eine Finanztransaktionssteuer aus den folgenden Gründen schlechter ab als andere Steuern, die das Vermögenseinkommen oder den Vermögensbesitz direkt belasten:

- Eine Finanztransaktion stellt lediglich eine Vermögensumschichtung dar; sie schafft kein Einkommen und damit auch keine wirtschaftliche Leistungsfähigkeit. Steuern, welche Vermögenseinkommen in Form von Kapitalerträgen und Kapitalgewinnen belasten, sind daher einer Finanztransaktionssteuer unter dem Aspekt der Besteuerung nach der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit überlegen.
- Wie andere Steuern, die das Vermögenseinkommen oder den Vermögensbesitz direkt oder indirekt belasten, verzerrt eine Finanztransaktionssteuer den Entscheid zwischen Sparen und Konsum zulasten des Sparens. Sie kann die Kapitalbeschaffung inländischer Unternehmen verteuern und via verminderte Kapitalakkumulation, weniger kapitalintensive Produktion und geringere Arbeitsproduktivität die Löhne senken.
- Darüber hinaus beeinträchtigt eine Finanztransaktionssteuer die inländische Finanzintermediation. Da Finanzmärkte zum Teil geographisch flexibel sind, kann eine Finanztransaktionssteuer bewirken, dass die Erbringung von Finanzdienstleistungen vom Schweizer Finanzplatz ins Ausland verschoben wird. Soweit dies der Fall ist, generiert eine solche Steuer nicht nur keinen Steuerertrag, sondern die Schweiz verliert überdies Wertschöpfung und damit Einnahmen aus anderen Steuern.

Die Rechtfertigung unter dem Lenkungsweck (Ziffer 3.2) stammt ursprünglich von KEYNES (1936) und wird mit der von Tobin in den siebziger Jahren lancierten Idee einer Devisentransaktionssteuer vermehrt diskutiert. Dabei hat sich die Debatte von der Devisentransaktionssteuer gelöst; im Vordergrund stehen heute meist Wertschriftentransaktionssteuern. Deren

Befürworter führen zwei Argumente an. (i) Die Ressourcenverschwendungs-These besagt, dass zu viele Ressourcen in die Informationsverarbeitung gesteckt würden, um schnell auf kurzfristige Marktveränderungen reagieren zu können. Der soziale Nutzen dieser Aktivitäten bliebe aber hinter dem privaten Nutzen zurück. Eine Wertschriftentransaktionssteuer würde die Anreize für ein solches Rent-Seeking verringern und den Wohlstand erhöhen, indem sie Ressourcen für gesellschaftlich sinnvollere Tätigkeiten freisetze. (ii) Die Kompositionseffekt-These geht davon aus, dass die Wertschriftentransaktionssteuer in erster Linie sogenannte «noise traders» treffen wird, die für eine übermässige Volatilität der Aktienkurse verantwortlich sind, weil sie als positive «feedback-traders» («trend followers») sich entwickelnde Fehlbewertungen verstärken. Die Steuer würde das Handelsvolumen senken und die Zusammensetzung der Marktteilnehmer verbessern, so dass die Preisvolatilität sinke und sich die Preisfindung verbessere. Die Gegner der Wertschriftentransaktionssteuer vertreten die Liquiditätseffekt-These mit entgegengesetzten Folgen. Sie argumentieren, dass die Steuer das Handelsvolumen, die Marktliquidität und die Effizienz der Preisfindung senke sowie die Preisvolatilität und die Kapitalkosten erhöhe.

Die Auswirkungen einer Wertschriftentransaktionssteuer auf diese Grössen wurden in der Literatur vielfach untersucht. Der Bericht liefert einen Überblick zu diesen Arbeiten (Ziffer 4). Steuerpolitisch steht dabei namentlich im Vordergrund des Interesses, wie sich eine Finanztransaktionssteuer (bzw. eine Wertschriftentransaktionssteuer im Sekundärmarkt) auf die Volatilität der Wertschriftenpreise auswirkt. Der Grund dafür ist, dass die Kompositionseffekt-These impliziert, dass die Steuer die Volatilität senkt, während die Liquiditätseffekt-These beinhaltet, dass sich die Volatilität erhöht. Typischerweise zeigen die empirischen Untersuchungen, dass die Steuer entweder keinen signifikanten Einfluss auf die Volatilität ausübt oder dass diese steigt. Somit lässt sich aus den empirischen Studien keine Evidenz ableiten, wonach eine Wertschriftentransaktionssteuer im Sekundärmarkt die Volatilität senkt. Als Schwäche der Steuer erweist sich dabei, dass sie nicht zwischen stabilisierenden und destabilisierenden Handelsaktivitäten unterscheiden kann. Dementsprechend kann eine solche Steuer auch unter dem Lenkungszweck nicht gerechtfertigt werden.

In den letzten Jahren wurden Finanztransaktionssteuern intensiver diskutiert (Ziffer 5). Dabei kreiste die Debatte in der Schweiz aufgrund der vorgenannten Nachteile um die Abschaffung der bestehenden Finanztransaktionssteuern bzw. Stempelabgaben (Ziffer 5.1). Die Emissionsabgabe auf Fremdkapital (Anleihen) wurde per 1. März 2012 abgeschafft. Die Abschaffung der Emissionsabgabe auf Eigenkapital wurde hingegen in der Volksabstimmung vom 13. Februar 2022 abgelehnt.

Die internationale Diskussion fand mit umgekehrten Vorzeichen statt, nachdem im Zuge der Bewältigung der globalen Finanzkrise 2008 die Frage der Besteuerung des Finanzsektors in den Mittelpunkt der Aufmerksamkeit gerückt war (Ziffer 5.2). Nachdem sich die Staats- und Regierungschefs der G20 2010 nicht auf eine international koordinierte Einführung einer Finanztransaktionssteuer im Rahmen eines multilateralen Ansatzes einigen konnten, wurde die Diskussion im Rahmen einer Wertschriftentransaktionssteuer im Sekundärmarkt in der EU weitergeführt. Weder EU-weit, noch später im Rahmen der verstärkten Zusammenarbeit wurde eine Einigung auf eine koordinierte Lösung erzielt. Zwischenzeitlich führten aber Frankreich (2012), Italien (2013) und Spanien (2021) unilateral Wertschriftentransaktionssteuern ein; diese bleiben hinsichtlich ihrer Erträge im Vergleich zum Bruttoinlandprodukt jedoch deutlich hinter den Wertschriftentransaktionssteuern zurück, wie sie die Schweiz bereits kennt.

Das Problem unilateraler Finanztransaktionssteuern ist, dass die Finanzmärkte international agieren und die Einführung einer solchen Steuer durch einzelne Länder zu einer Verlagerung der Aktivitäten in andere Länder führen kann (Ziffer 5.3). Dies betrifft namentlich die Devisentransaktionssteuer und die Wertschriftentransaktionssteuer im Sekundärmarkt. Bei einer Wert-

schriftentransaktionssteuer im Primärmarkt oder einer Banktransaktionssteuer im Zinsdifferenzgeschäft sind die unilateralen Handlungsspielräume wegen der geringeren grenzüberschreitenden Mobilität der Steuerbasen grösser.

Um steuermotivierte Ausweichreaktionen zu vermeiden, welche sowohl die Steuereinnahmen, als auch eine allfällige Lenkungswirkung untergraben, fordern die Befürworter von Finanztransaktionssteuern konsequenterweise oftmals eine internationale Koordination der Besteuerung. Wie die Ausführungen in Ziffer 5.2 zeigen, sind solche Bemühungen aber erfolglos geblieben. Im Folgenden geht die Analyse in diesem Bericht davon aus, dass Finanztransaktionssteuern jeweils unilateral implementiert werden.

Unter dieser Voraussetzung werden in Ziffer 6 die Wertschriftentransaktionssteuer im Primärmarkt (Emissionsabgabe), in Ziffer 7 die Wertschriftentransaktionssteuer im Sekundärmarkt (Umsatzabgabe), in Ziffer 8 die Banktransaktionssteuer im Zinsdifferenzgeschäft sowie in Ziffer in 9 die Devisentransaktionssteuer im Sinne des Postulats im Hinblick auf die Frage evaluiert, welche Massnahmen Mehreinnahmen generieren könnten, ohne dass die Wettbewerbsfähigkeit des Finanz- und Börsenplatzes allzu sehr beeinträchtigt würde.

- *International sind Primärmarkttransaktionen meist steuerfrei. Die bestehende Schweizer Emissionsabgabe mutet daher im internationalen Kontext exotisch an. Die Abschaffung der Emissionsabgabe, welche der Bundesrat und das Parlament befürwortet hatten, wurde aber von der Stimmbevölkerung an der Urne abgelehnt. Grundsätzlich denkbare Massnahmen für zusätzliche Einnahmen aus der Emissionsabgabe sind die Erhöhung des Steuersatzes, die Reduktion des Freibetrages oder die Wiedereinführung der Emissionsabgabe auf Anleihen und Geldmarktpapieren; damit würden jedoch die Nachteile der bestehenden Emissionsabgabe akzentuiert.*
- *Die internationale Debatte konzentriert sich stark auf Wertschriftentransaktionssteuern im Sekundärmarkt. Auch eine solche besitzt die Schweiz mit der Umsatzabgabe bereits. Im Unterschied zu ausländischen Wertschriftentransaktionssteuern erfasst die Schweizer Umsatzabgabe auch im Ausland emittierte Wertpapiere und dies zu einem höheren Steuersatz als im Inland emittierte Wertpapiere. Die Umsatzabgabe ist von Ausnahmen geprägt, um sicherzustellen, dass der Schweizer Finanz- und Börsenplatz wettbewerbsfähig bleibt. Ohne Ausnahmen besteht die Gefahr, dass der Handel ins Ausland abwandert und der Ertrag der Steuer nicht mehr sichergestellt wäre. Mit der Aufhebung des steuerlichen Bankgeheimnisses für ausländische Privatkundinnen und -kunden im Rahmen des automatischen Informationsaustausches hat sich die Preissensibilität dieser Kundschaft erhöht und die Wettbewerbsposition der Schweizer Banken im grenzüberschreitenden Vermögensverwaltungsgeschäft verschlechtert. Bis Ende 2008 entwickelten sich die Wertschriftenbestände der Depots in- und ausländischer Privatkunden weitgehend parallel, seither blieben die Bestände in den ausländischen Depots deutlich hinter den inländischen zurück. Mit einer Befreiung der ausländischen Kunden von der Umsatzabgabe könnte der steuerbedingte Wettbewerbsnachteil beseitigt werden. Die damit verbundenen Mindereinnahmen wären aber mit grob 500 Millionen Franken substanziell. In Bezug auf das inländische Bankkundengeschäft macht die bestehende Satzifferenzierung zwischen inländischen Wertschriften (Steuersatz 0,15%) und ausländischen Wertschriften (Steuersatz 0,30%) hingegen Sinn. Der Grund dafür ist, dass bei ausländischen Wertschriften Ertrag und Vermögen nicht durch die Verrechnungssteuer besichert sind, wodurch das Hinterziehungsrisiko grösser ist. Zur Erhöhung der Einnahmen könnte man zwar grundsätzlich in Betracht ziehen, den Steuersatz auf inländischen Wertschriften von 0,15% auf 0,30% anzuheben, wobei dies unter dem Effizienzziel aber negative Auswirkungen hätte.*
- *Banktransaktionssteuern auf der Kreditvergabe oder auf Bankeinlagen sind international wenig verbreitet. Die Steuer beeinträchtigt die Finanzintermediation, da die Banken, welche die Steuer zu entrichten haben, die Steuer in der Regel überwälzen, indem sie die*

Zinsspanne ausweiten. Es resultieren dann einerseits höhere Aktivzinsen, welche realwirtschaftliche Investitionen behindern und die Kreditaufnahme des Staates verteuern, und andererseits tiefere Passivzinsen, welche die Ersparnisbildung untergraben. Verschiedene südamerikanische Länder haben Erfahrungen mit Bankeinlagetransaktionssteuern gemacht. Die Ausweichreaktionen fielen dabei typischerweise drastisch aus, so dass die Einnahmen nicht stabil waren. Eine solche Steuer erscheint daher nicht empfehlenswert. Stabilere Steuereinnahmen könnten von einer Steuer auf Neuhypotheken erwartet werden. Schweden generiert damit substantielle Einnahmen. Dies wäre auch in der Schweiz der Fall, die Fremdfinanzierung von Immobilien würde damit allerdings zusätzlich verteuert.

- Die internationale Debatte um eine Devisentransaktionssteuer ist mit der Einführung des Euro weitgehend verstummt. Eine Steuer auf Devisentransaktionen müsste bei voller Währungskonvertibilität zwingend multilateral und harmonisiert umgesetzt werden, da bei unilateraler Einführung der entsprechende Devisenhandel ins Ausland abwandern würde. Daher fällt eine Devisentransaktionssteuer als Finanzierungsquelle ausser Betracht.

Ziffer 10 fasst das Einnahmenpotenzial, das aus den Erwägungen in den Ziffern 6 bis 9 abgeleitet worden ist, zusammen – wobei der Bericht aufgrund der jeweiligen Nachteile keine der Massnahmen empfiehlt. In den Schätzungen ist berücksichtigt, dass die Finanztransaktionen steuerbedingt zurückgehen. Nicht berücksichtigt sind hingegen Zweitrundeneffekte in Form von Mindereinnahmen bei der Gewinn- und Einkommenssteuer aufgrund der steuerbedingt sinkenden Wertschöpfung im Finanzsektor. Die Schätzungen zeigen, dass das Ertragspotenzial eines Ausbaus der bestehenden Finanztransaktionssteuern in der Schweiz beschränkt ist.

Betroffene Steuer	Massnahme	Mehreinnahmen
Emissionsabgabe	Erhöhung Steuersatz von 1% auf 2%	200 Mio. Franken
	Senkung Freibetrag von 1 Mio. auf 500'000 Franken	Nicht quantifiziert
	Erhöhung Steuersatz von 1% auf 2% in Kombination mit Senkung Freibetrag von 1 Mio. auf 250'000 Franken	Nicht quantifiziert
	Wiedereinführung der Emissionsabgabe auf Anleihen und Geldmarktpapieren	220 Mio. Franken, netto nach Abzug der vom Bund selbst entrichteten Steuer
Umsatzabgabe	Erhöhung des Steuersatzes auf inländischen Wertschriften von 0,15% auf 0,30%	150 bis 200 Mio. Franken
Finanztransaktionssteuer auf Neuhypotheken	Einführung Finanztransaktionssteuer auf Neuhypotheken auf Wohnimmobilien mit Steuersatz 0,1% für jedes volle oder angefangene Jahr der Laufzeit	590 Mio. Franken
	Einführung Finanztransaktionssteuer auf alle Neuhypotheken mit Steuersatz 0,1% für jedes volle oder angefangene Jahr der Laufzeit	730 Mio. Franken

Da Finanztransaktionssteuern Produktionsentscheidungen verzerren, sollten sie grundsätzlich vermieden werden, wenn effizientere Steuern zur Verfügung stehen, die auf das Einkommen oder den Konsum zugreifen. So wären im Sinne des Fiskalzwecks, d.h. falls Einnahmen aus dem Finanzsektor generiert werden sollen, eine Ausweitung der Mehrwertsteuer auf zusätzliche Finanzdienstleistungen oder eine «financial activities tax» (Ziffer 11.1) der bestehenden Umsatzabgabe vorzuziehen. Im Sinne des Lenkungszwecks, Exzesse im Finanzsektor einzudämmen (Ziffer 11.2), wären wiederum eine «financial stability contribution» oder eine Umgestaltung der Gewinnsteuer besser geeignet als die bestehenden Finanztransaktionssteuern.

Während ein Ausbau der bestehenden Finanztransaktionssteuer, der Emissions- und der Umsatzabgabe, auf Gesetzesebene grundsätzlich möglich wäre, müsste für neue zusätzliche Finanztransaktionssteuern die dafür erforderliche Steuererhebungscompetenz des Bundes in der Bundesverfassung verankert werden (Ziffer 12.1). Im Hinblick auf die Einnahmenverwendung (Ziffer 12.2) stehen die verfassungsrechtlichen Vorgaben (Art. 111 und 112 BV) einer zusätzlichen Finanzierung der AHV durch eine Finanztransaktionssteuer nicht entgegen.

Die Schweiz verfügt mit der Emissions- und der Umsatzabgabe bereits über zwei Wertschriftentransaktionssteuern, mit denen die Schweiz im Verhältnis zum BIP deutlich mehr Einnahmen generiert als europäische Vergleichsländer (vgl. Ziffer 7.2.1). Aufgrund der steuerpolitischen Erkenntnisse des Berichts (vgl. Ziffern 3 und 4) und des ungünstigen Kosten-Nutzen-

Verhältnisses möglicher evaluierter Ausbauschritte (vgl. Ziffern 6 bis 9) empfiehlt der Bundesrat, für die Finanzierung der AHV weder die bereits bestehenden Emissions- und Umsatzabgaben heranzuziehen, noch zusätzliche neue Finanztransaktionssteuern für die Finanzierung der AHV oder des allgemeinen Bundeshaushaltes einzuführen (Ziffer 13).

1 Ausgangslage

1.1 Auftrag

Am 19. März 2021 reichte Ständerat Beat Rieder das Postulat 21.3440 «Finanzierung der AHV durch eine Finanzmarkttransaktionssteuer» ein. Dieses beauftragt den Bundesrat in einem Bericht aufzuzeigen, wie eine Finanzmarkttransaktionssteuer¹ in der Schweiz aufgebaut sein müsste, um die AHV mittel- und langfristig zu finanzieren.

In der Begründung führt der Postulant aus, dass der Bundesrat über das Jahr 2030 bzw. 2040 hinaus alternative Finanzierungsmöglichkeiten zur im Vordergrund stehenden Erhöhung der Mehrwertsteuer und des Referenzalters zumindest auf ihre Tauglichkeit zur Finanzierung der AHV prüfen soll. Eine solche Finanzierungsmöglichkeit wäre die Einführung einer Finanztransaktionssteuer, zumal auch einige andere Länder die Einführung einer solchen Steuer zur allgemeinen Finanzierung ihres Haushaltes prüfen. Das Problem dieser Steuer sei allerdings, dass die Kapitalmärkte international agierten und die Einführung einer solchen Steuer durch einzelne Länder zu einer Verlagerung der Aktivitäten in andere Länder führen könnte. Damit sei immer auch die Wettbewerbsfähigkeit des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz zu berücksichtigen und sicherzustellen. Dies wäre bei der Ausgestaltung zu berücksichtigen.

Der Bundesrat beantragte am 19. Mai 2021 die Ablehnung des Postulats. Entgegen dieser Empfehlung hat der Ständerat das Postulat am 13. Juni 2022 angenommen.

1.2 Aufbau des Berichts

Der Bericht definiert in Ziffer 2 zunächst den Begriff der Finanztransaktion, legt auf dieser Grundlage eine Typologie der Finanztransaktionssteuern vor, und grenzt diese von anderen Transaktionssteuern ab. Da in der Debatte über Finanztransaktionssteuern fiskalische Motive und Lenkungsziele häufig vermischt werden, was der Analyse im Wege steht, hält Ziffer 3 die beiden Motive nach dem Fiskal- und nach dem Lenkungszweck analytisch auseinander und fragt danach, ob sich eine Finanztransaktionssteuer unter dem Fiskalzweck oder unter dem Lenkungszweck rechtfertigen lässt. Ziffer 4 stellt dann die theoretischen und empirischen Erkenntnisse über die Auswirkungen einer Wertschriftentransaktionssteuer dar. Im Anschluss zeichnet Ziffer 5 die Debatte über eine Finanztransaktionssteuer in der Schweiz und auf internationaler Ebene nach. Die Optionen der Schweiz für die Besteuerung von Finanztransaktionen werden hernach in Ziffer 6 für die Wertschriftentransaktionssteuer im Primärmarkt bzw. die Schweizer Emissionsabgabe, in Ziffer 7 für die Wertschriftentransaktionssteuer im Sekundärmarkt bzw. die Schweizer Umsatzabgabe, in Ziffer 8 für die Banktransaktionssteuer im Zinsdifferenzgeschäft und in Ziffer 9 für die Devisentransaktionssteuer jeweils ausgelotet. Untersucht wird, ob und gegebenenfalls wie diese Finanztransaktionssteuern sowohl zusätzliche Einnahmen generieren, als auch der Wettbewerbsfähigkeit des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz Rechnung tragen können. Ziffer 10 fasst die Erkenntnisse aus den Ziffern 6 bis 9 zusammen. Ziffer 11 thematisiert alternative Steuern, die den bestehenden Finanztransaktionssteuern grundsätzlich vorzuziehen wären, um im Sinne des Fiskalzwecks Einnahmen aus

¹ Der Bericht verwendet im Folgenden den Ausdruck «Finanztransaktionssteuer» als kürzeres Synonym zum Ausdruck «Finanzmarkttransaktionssteuer», auf den sich der Postulant gestützt hat.

dem Finanzsektor zu erzielen oder im Sinne des Lenkungsziels Exzesse im Finanzsektor einzudämmen. Ziffer 12 befasst sich dann mit der Einnahmenverwendung. Behandelt werden die verfassungsrechtlichen Vorgaben sowie die Finanzierungsgrundsätze der Sozialversicherung. Der Bericht schliesst mit den Schlussfolgerungen und Empfehlungen in Ziffer 13.

2 Eine Typologie der Finanztransaktionssteuern

Eine Finanztransaktionssteuer belastet Finanztransaktionen. Finanztransaktionen kommen durch den Austausch finanzieller Vermögenswerte gegen andere finanzielle Vermögenswerte zustande (z. B. Wertpapierkauf zulasten einer Einlage). Zu den finanziellen Vermögenswerten gehören Währungsgold und Sonderziehungsrechte, Bargeld und Einlagen, Schuldverschreibungen und strukturierte Produkte, Kredite, Aktien und andere Anteilsrechte, Anteile an kollektiven Kapitalanlagen, Ansprüche gegenüber Versicherungen und Pensionskassen, Finanzderivate sowie Forderungen und Verpflichtungen, die durch den zeitlichen Abstand zwischen einer Transaktion und der hierfür erforderlichen Zahlung (Handelskredite, Zahlungsverpflichtungen) entstehen. Finanztransaktionen sind von den Leistungstransaktionen (Güterkauf bzw. -verkauf, Naturaltausch, Sach- oder Geldtransfer) zu unterscheiden.

Finanztransaktionssteuern sind in unterschiedlicher Ausprägung denkbar und können im Wesentlichen auf Wertschriftentransaktionen im Primär- und Sekundärmarkt (Ziffer 2.1), auf Kredit- oder Einlagetransaktionen im Zinsdifferenzgeschäft der Banken (Ziffer 2.2) und auf Devisentransaktionen (Ziffer 2.3) erhoben werden.

Die Schweiz kennt mit der Emissionsabgabe (mit jährlichen Erträgen von durchschnittlich 250 Millionen Franken in den letzten zehn Jahren zwischen 2014 und 2023) und der Umsatzabgabe (mit jährlichen Erträgen von durchschnittlich 1,3 Milliarden Franken in den letzten zehn Jahren) bereits eine Wertschriftentransaktionssteuer im Primär- und im Sekundärmarkt.

2.1 Wertschriftentransaktionssteuer

2.1.1 Steuer auf Primärmarkttransaktionen

Eine Wertschriftentransaktionssteuer auf Primärmarkttransaktionen wird auf der Begründung und der Erhöhung des Unternehmenskapitals durch Aussenfinanzierung erhoben. Sie kann alle Formen von Unternehmenskapital umfassen oder auf eine bestimmte Art von Kapital (z. B. Eigenkapital oder Fremdkapital) oder eine bestimmte Unternehmensform wie Kapital- oder Personenunternehmen beschränkt sein (MATHESON, 2011, S. 5).

International wird eine solche Steuer üblicherweise als Kapitalabgabe («capital duty») oder Registrierungssteuer («registration tax») bezeichnet (MATHESON, 2011, S. 5). Die Schweiz und Liechtenstein erheben die Emissionsabgabe auf der Ausgabe von Eigenkapital durch Kapitalgesellschaften. Die Emissionsabgabe auf der Ausgabe von Anleihen wurde im Rahmen der Too-big-to-fail-Gesetzgebung per 1. März 2012 aufgehoben. Daneben kennen in Europa nur noch Griechenland, Polen und Russland eine mit der Emissionsabgabe vergleichbare Steuer. Ausserhalb Europas erhebt von den G20-Ländern Japan eine Steuer auf der Ausgabe von Eigenkapital.

2.1.2 Steuer auf Sekundärmarkttransaktionen

Eine Wertschriftentransaktionssteuer auf Sekundärmarkttransaktionen ist eine Steuer auf dem Handel mit allen oder bestimmten Arten von Wertpapieren (Aktien, Schuldtitel und deren Derivate). In der Regel ist sie auf den Handel am Sekundärmarkt beschränkt, kann aber auch Primärmarkttransaktionen einschliessen. Typischerweise wird sie als Wertsteuer auf dem

Marktwert der Wertpapiere erhoben; sie kann aber auch als Steuer mit Pauschalbetrag je Transaktion ausgestaltet sein (MATHESON, 2011, S. 5).

International wird die Steuer unter den Bezeichnungen Finanztransaktionssteuer («financial transaction tax»), Wertschriftentransaktionssteuer («securities transaction tax»), Wertschriftenübertragungssteuer («securities transfer tax») oder in Form einer Stempelabgabe («stamp duty», in der Schweiz und Liechtenstein als Umsatzabgabe) erhoben. Neben der Schweiz und Liechtenstein kennen in Europa Belgien, Frankreich, Irland, Italien, Malta, Spanien und das Vereinigte Königreich eine solche Steuer. Finnland besteuert den Transfer inländischer Wertschriften, sofern dieser nicht über die Börse abgewickelt wird. Ausserhalb Europas besteuern von den G20-Ländern Argentinien, Brasilien, Indien, Indonesien, Südafrika und Südkorea den Handel mit Wertschriften.

2.2 Banktransaktionssteuer im Zinsdifferenzgeschäft

2.2.1 Kredittransaktionssteuer

Eine Kredittransaktionssteuer kann auf Hypotheken oder auf anderen Bankkrediten erhoben werden. Sie kann auch in Form einer Registrierungssteuer von juristischen Personen wie auch von Privatpersonen erhoben werden.

2.2.2 Einlagentransaktionssteuer

Eine Einlagentransaktionssteuer ist eine Steuer auf Einzahlungen und/oder Abhebungen von Bankkonten. In der Regel sind Einlagentransaktionssteuern als Wertsteuern ausgestaltet und werden als Prozentsatz der Einzahlung oder Abhebung erhoben. In ihrer Wirkung belasten sie Käufe von Waren und Dienstleistungen, Investitionsprodukte und Faktorzahlungen, die mit von Banken vermittelten Mitteln bezahlt werden (MATHESON, 2011, S. 5f.).

2.3 Devisentransaktionssteuer

Eine Devisentransaktionssteuer («currency transaction tax») wird auf Devisentransaktionen und auf deren Derivaten (Devisentermingeschäfte, Optionen und Swaps) erhoben. Zu unterscheiden sind unilateral eingeführte Devisentransaktionssteuern von der nach einer Idee von TOBIN (1974, 1978) benannten multilateral mit einheitlichem Satz einzuführenden Tobin-Steuer. Devisentransaktionssteuern werden mitunter unilateral von Ländern mit Zahlungsbilanzproblemen anstelle oder ergänzend zu Devisenverkehrskontrollen erhoben. Tobin zielte mit seinem multilateralen Vorschlag darauf ab, die grenzüberschreitenden Kapitalströme zu begrenzen, welche die Anstrengungen der Regierungen einzelner Länder zur Steuerung der Gesamtnachfrage beeinträchtigten.

Die Devisentransaktionssteuer ist somit eine pekuniäre Form der Devisenkontrolle, die viele grenzüberschreitende Finanztransaktionen, insbesondere kurzfristige Transaktionen, unrentabel machen würde (MATHESON, 2011, S. 12).

2.4 Abgrenzung zu anderen Transaktionssteuern

2.4.1 Immobilientransaktionssteuer (Handänderungssteuer)

Eine Immobilientransaktionssteuer wird auf dem Wert von Grundstücken und/oder Gebäuden beim Verkauf erhoben. Diese Art von Steuer ist international sowohl auf zentralstaatlicher als auch auf subnationaler Ebene recht verbreitet. Da Immobilien nicht ins Ausland abwandern können, reagiert die Bemessungsgrundlage einer Immobilientransaktionssteuer auf die Steuer weniger elastisch als jene einer Transaktionssteuer auf Wertschriften, so dass sie leichter

durchgesetzt werden kann (MATHESON, 2011, S. 7). In der Schweiz erheben verschiedene Kantone eine Immobilientransaktionssteuer in Form der Handänderungssteuer. Da Immobilientransaktionen aber keine Finanztransaktionen sind, fällt die Handänderungssteuer nicht unter die Finanztransaktionssteuern.

2.4.2 Versicherungsprämiensteuern (Versicherungsabgabe)

Einige G-20-Länder erheben Steuern auf Versicherungsprämien. Diese speziellen Umsatzsteuern werden erhoben, um die tatsächliche oder vermeintliche Unterbesteuerung der Versicherungsbranche durch eine Einkommens- und/oder Mehrwertsteuer² auszugleichen (MATHESON, 2011, S. 7).

Auch die Schweiz erhebt mit der Versicherungsabgabe eine Stempelsteuer auf Versicherungsprämien. Als Finanztransaktionssteuer kann aber nur die auf die Lebensversicherung entfallende Versicherungsabgabe angesehen werden. Bei der Versicherungsabgabe auf Sach- und Vermögensversicherungen, welche den Grossteil der Einnahmen der Versicherungsabgabe ausmacht, handelt es sich demgegenüber um eine Gütertransaktionen belastende besondere Verbrauchssteuer.

2.4.3 Mikrotransaktionssteuer

Die bisher von keinem Land eingeführte Mikrotransaktionssteuer auf Transaktionen des elektronischen Zahlungsverkehrs sollte nicht als Finanztransaktionssteuer klassiert werden, da sie neben Finanz- auch Leistungstransaktionen belastet.

Gegen eine Mikrotransaktionssteuer sprechen verschiedene Gründe:

- Die Mikrotransaktionssteuer belastet zum Teil Vorgänge, hinter denen keine Wertschöpfung und entsprechend auch keine wirtschaftliche Leistungsfähigkeit steht.
- Ausserdem weist sie die Nachteile einer Allphasen-Brutto-Umsatzsteuer auf: Der fehlende Vorsteuerabzug verteuert die Investitionen und erzeugt Kaskadeneffekte durch Steuerkumulation in der Wertschöpfungskette, wenn mehr als ein Unternehmen zur Gütererstellung beiträgt. Die Mikrotransaktionssteuer ist dadurch nicht wettbewerbsneutral und fördert die vertikale Unternehmenskonzentration.
- Schliesslich birgt die Mikrotransaktionssteuer auch Anreize, Forderungen und Verpflichtungen in einem Pool zusammenzuführen und nur noch auf den Nettosalden Zahlungen auszuführen oder Zahlungsvorgänge ins Ausland auszulagern. Gegenmassnahmen seitens des Fiskus wären administrativ aufwändig und nur begrenzt erfolgreich.

3 Mögliche Ziele einer Finanztransaktionssteuer

In der Debatte über Finanztransaktionssteuern begründen deren Befürworter diese häufig mit einer Mischung aus fiskalischen Motiven und Lenkungszielen (COLLIARD UND HOFFMANN, 2017, S. 2687). Die beiden Motive gilt es nach dem Fiskal- und nach dem Lenkungsziel analytisch auseinander zu halten. Danach ist zu fragen, ob sich eine Finanztransaktionssteuer unter dem Fiskalziel (Ziffer 3.1) oder unter dem Lenkungsziel (Ziffer 3.2) rechtfertigen lässt.

² Vgl. ZEE (2004) für die Schwierigkeiten, die sich bei einer Besteuerung der Versicherungsbranche stellen.

3.1 Rechtfertigung unter dem Fiskalzweck

Unter dem Fiskalzweck sollen dem Staat Steuereinnahmen beschafft werden, damit dieser die aus übergeordneten Allokations- und Verteilungszielen abgeleiteten öffentlichen Aufgaben erfüllen kann. Ein gutes Steuersystem ermöglicht die Finanzierung aller Staatsaufgaben. Es lässt sich flexibel an einen sich verändernden Finanzierungsbedarf anpassen.

3.1.1 Ansätze zur Gestaltung des Steuersystems

Sinnvollerweise erfolgt die Einnahmenbeschaffung nicht auf beliebige Art und Weise, sondern im Dienst der zielorientierten Gestaltung der Finanz- und Wirtschaftspolitik. Zur Gestaltung eines solchermassen rationalen Steuersystems existieren zwei grundlegende Ansätze, die beide ihre Berechtigung haben.

Gerechtigkeitsprinzipien-Ansatz

Der erste, traditionelle finanzwissenschaftliche und rechtswissenschaftliche Ansatz leitet das Steuersystem aus Gerechtigkeitsprinzipien ab.

In einem guten Steuersystem tragen alle, die über eine das Existenzminimum übersteigende Leistungsfähigkeit verfügen, zur Finanzierung der gemeinschaftlichen Aufgaben bei. Dieser Grundsatz der Allgemeinheit der Besteuerung beinhaltet ein Privilegierungs- und ein Diskriminierungsverbot. Das Privilegierungsverbot untersagt die ungerechtfertigte Befreiung bestimmter Personen von der subjektiven oder objektiven Steuerpflicht. Das Diskriminierungsverbot verhindert, dass bestimmte Personen im Vergleich zu anderen mit gleicher wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit über Gebühr zur Finanzierung des Staates herangezogen werden.

Ein gutes Steuersystem verteilt die Last der Besteuerung auf gerechte Art und Weise. Dazu sollen die steuerpflichtigen Personen nach Massgabe ihrer wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit besteuert werden. Als Mass für die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit dient der Mittlerwerb bzw. das Einkommen (Einkommenssteuern) und/oder die Mittelverwendung bzw. der Konsum (Konsumsteuern). Nach dem Leistungsfähigkeitsprinzip sind gleichartige Sachverhalte bzw. gleiche Leistungsfähigkeit gleich zu besteuern (horizontale Steuergerechtigkeit; Grundsatz gleichmässiger Besteuerung) und steuerpflichtige Personen unterschiedlicher Leistungsfähigkeit sind nach Massgabe ihrer Leistungsfähigkeit unterschiedlich zu besteuern. Dabei muss die wünschbare Progression auf dem Weg der politischen Entscheidungsfindung bestimmt werden. Gehen die Vorstellungen des Gesetzgebers zur steuerlichen Korrektur der Primärverteilung über das nach dem Leistungsfähigkeitsprinzip Gebotene hinaus, können ergänzende Umverteilungsziele hinzukommen.

Dem Äquivalenzprinzip kommt eine ergänzende Funktion zu. Es verdrängt das Leistungsfähigkeitsprinzip in jenen Konstellationen, in denen das Gemeinwesen einzelnen Personen oder

abgrenzbaren Personengruppen besondere Vorteile einräumt. Für die erhaltenen Vorteile sollen die begünstigten Personen durch Kausalabgaben³ bzw. die begünstigten Personengruppen durch Kostenanlastungssteuern⁴ gemäss dem empfangenen Nutzen oder den verursachten Kosten zur Finanzierung des Gemeinwesens beitragen.

Optimalsteuertheorie-Ansatz

Der zweite, finanzwissenschaftliche Ansatz wählt im Sinne der Optimalsteuertheorie das beste Steuersystem aus der Menge alternativer Steuersysteme aufgrund ihrer jeweiligen Auswirkungen und eines Zielsystems aus. Im Zielsystem finden sich neben dem Fiskalziel namentlich Effizienz-, Standort- und Verteilungsziele.

Unter das Effizienzziel fallen möglichst niedrige Zusatzlasten, möglichst niedrige Vollzugslasten und der Beitrag der Steuer zur makroökonomischen Stabilisierung.⁵

- Die wichtigsten Steuerwirkungen gehen von der Zusatzlast der Besteuerung aus. Diese entsteht, weil die Steuer das Verhalten der betroffenen Wirtschaftssubjekte verändert. Dabei ist zwischen dem Einkommens- und dem Substitutionseffekt zu unterscheiden. Der Einkommenseffekt widerspiegelt den mit der Steuer bezweckten Kaufkrafttransfer vom Bürger zum Staat (Zahllast). Verhaltensänderungen, die auf dem Einkommenseffekt beruhen, stellen eine effiziente Anpassung an die um die Steuer verminderten Mittel dar. Darüber hinaus erzeugen fast alle Steuern einen mehr oder weniger grossen Substitutionseffekt, der die über die Zahllast hinausgehende Zusatzlast der Besteuerung widerspiegelt. Die Zusatzlast entsteht, weil die Anreize zu arbeiten, zu sparen, sich weiterzubilden usw. beeinträchtigt werden. Die durch diese Fehlanreize ausgelösten Ausweichreaktionen senken die Wohlfahrt und sind deshalb unerwünscht.
- Ein gutes Steuersystem sorgt für niedrige Vollzugslasten der Besteuerung, d.h. tiefe Entrichtungskosten bei den steuerpflichtigen Personen und tiefe Erhebungskosten bei den Steuerbehörden.
- Ein gutes Steuersystem trägt im Sinne der makroökonomischen Stabilisierung zur optimalen Auslastung der Produktionsfaktoren und zur Dämpfung auftretender Konjunkturschwankungen bei.

Ein gutes Steuersystem behauptet sich im Rahmen des Standortziels im Wettbewerb um mobile Steuerbasen. Es verhindert die Abwanderung mobiler Steuerbasen in andere Gebietskörperschaften und erlaubt die Ansiedlung neuer Steuerbasen. Es bietet günstige steuerliche Bedingungen für die Standortwahl von Unternehmen, die Wohnsitzwahl von natürlichen Personen, die Anlage von Finanzmitteln und den Verkauf von Gütern und Dienstleistungen.

³ Zu den Kausalabgaben gehören Gebühren, Vorzugslasten und Ersatzabgaben. Gebühren sind Abgaben, die als Entgelt für bestimmte Dienstleistungen der öffentlichen Verwaltung oder für die Beanspruchung einer öffentlichen Einrichtung erhoben werden (z. B. Grundbuchgebühr, Anschlussgebühr für Kanalisation oder Elektrizität, Entsorgungsgebühr, Prüfungsgebühr, Gerichtsgebühr). Vorzugslasten sind Abgaben, die zur ganzen oder teilweisen Deckung der Kosten öffentlicher Anstalten oder Einrichtungen von jenen Personen erhoben werden, die besonders daran interessiert sind und/oder denen daraus ein wirtschaftlicher Sondervorteil erwächst (z. B. Beiträge für Strassenbau, Kanalisation, Flusskorrektur). Ersatzabgaben sind ein geldwerter Ersatz für die Nichterfüllung einer den Bürgern vom Gemeinwesen auferlegten persönlichen Dienstleistung oder Pflicht (z. B. Militär- oder Feuerwehrdienst).

⁴ Kostenanlastungssteuern werden einer bestimmten Gruppe von steuerpflichtigen Personen auferlegt, weil diese zu bestimmten Aufwendungen des Gemeinwesens eine nähere Beziehung haben als die Gesamtheit der Steuerpflichtigen. Darunter fallen z. B. Kurtaxen, Motorfahrzeugsteuern, Schiffssteuern, Hundesteuern, Treibstoffzuschläge, Feuerschutzabgaben.

⁵ Eine weitere Zielsetzung unter dem Effizienzgesichtspunkt stellt die Korrektur von bestehenden Marktversagen dar. Diese spielt bei einer reinen Fiskalzwecksteuer keine Rolle und wird unter dem Lenkungszweck der Besteuerung in Ziffer 3.2 separat behandelt.

Aus Verteilungssicht geht es um die gerechte Verteilung der Steuerlasten. Verteilungsziele beschränken sich nicht nur auf die Gerechtigkeit zwischen Mitgliedern derselben Generation, sondern gelten auch für die Gerechtigkeit zwischen den Generationen.

- Intergenerationelles Verteilungsziel (Gerechtigkeit gegenüber zukünftigen Generationen): Ein gutes Steuersystem sorgt für Gerechtigkeit zwischen den Generationen. Es erfolgt insbesondere keine Lastverschiebung von der gegenwärtigen auf zukünftige Generationen.
- Intragenerationelles Verteilungsziel (Umverteilungsziel): Ein gutes Steuersystem korrigiert die primäre Einkommens- und Vermögensverteilung und bewirkt eine gleichmässiger sekundäre Einkommens- und Vermögensverteilung.

Zwischen den einzelnen Zielen bestehen häufig Konflikte. Da keines der Ziele a priori Vorrang hat, muss zwischen den Zielen abgewogen (optimiert) werden. Dies bedingt Werturteile, welche auf politischem Weg gefällt werden müssen.

Stärken und Schwächen der beiden Ansätze

Für die Bestimmung eines rationalen Steuersystems bedarf es beider Ansätze, da sie unterschiedliche Stärken und Schwächen aufweisen. Die Stärke des Gerechtigkeitsprinzipien-Ansatzes besteht darin, dass aus dem Prinzip der horizontalen Gleichbehandlung und der aus den Gerechtigkeitsprinzipien abgeleiteten Reinvermögenszugangstheorie die ideale Steuerbasis auf direktem Wege bestimmt werden kann. Eine Schwäche ist dabei aber, dass der Ansatz keine Rücksicht auf die Steuerwirkungen nimmt. Hier spielt der Optimalsteuer-Ansatz seine Stärke aus, da er aus der Menge alternativer Steuersysteme das beste Steuersystem aufgrund einer Abwägung zwischen den günstigen und ungünstigen Auswirkungen im Lichte eines übergeordneten Zielsystems auswählt. Eine Schwäche ist jedoch, dass sich der Ansatz aufgrund des hohen Abstraktionsgrades nur begrenzt als Instrument zur Bestimmung der Steuerbasis eignet. Zudem begründet er an sich keine Schranken gegen Abweichungen von der horizontalen Steuergerechtigkeit. Eine entsprechende Beschränkung lässt sich jedoch ohne Weiteres in das Instrumentarium integrieren.

3.1.2 Geeignete Steuerbasen

Aus den beiden Ansätzen einer rationalen Steuerpolitik lassen sich verschiedene Antworten auf die Frage gewinnen, auf welche Steuerbasen sich ein Steuersystem stützen soll. Es lassen sich drei Kategorien von Steuerbasen bilden, die in einem rationalen Steuersystem ihren Platz haben, nämlich primäre und ergänzende Steuerbasen unter dem Fiskalzweck sowie ergänzende Steuerbasen unter dem Lenkungsweck. Eine vierte Kategorie bilden die ungeeigneten Steuerbasen, welche sich weder unter dem Fiskal- noch unter einem Lenkungsweck rechtfertigen lassen.

Primäre Steuerbasen unter dem Fiskalzweck sind das Einkommen und/oder der Konsum. Es handelt sich dabei um ergiebige Steuern, die im Einklang mit dem Gebot der Allgemeinheit der Besteuerung stehen, nicht allzu hohe Zusatzlasten erzeugen und standortverträglich sind. Umstritten ist, ob die Erfassung des Konsums mittels der Mehrwertsteuer dem Leistungsfähigkeitsprinzip genügt. Die Frage, ob Einkommen oder Konsum die bessere Steuerbasis darstellt, wird in der Literatur sowohl unter dem Gerechtigkeitsprinzipien-Ansatz als auch im Optimalsteuertheorie-Ansatz kontrovers diskutiert.⁶ Auf abstrakter Ebene besteht der Unterschied darin, dass eine Konsumsteuer das Kapitaleinkommen im Sinne einer risikolosen Verzinsung des Kapitals zwischen seiner Entstehung als Einkommen und seiner Verwendung als Konsum unbesteuert lässt, während die Einkommenssteuer dieses Kapitaleinkommen besteuert. Einen Mittelweg stellt die duale Einkommenssteuer dar, bei der Erwerbs- und Vermögenseinkommen

⁶ Einen Überblick über den aktuellen Forschungsstand liefern BASTANI UND WALDENSTRÖM (2020); vgl. auch JACOBS (2013); BOADWAY (2012); BANKS AND DIAMOND (2010).

getrennt voneinander besteuert werden, wobei ersteres progressiv und letzteres proportional und unterhalb des Spitzensatzes auf dem Erwerbseinkommen besteuert wird. Eine solche Dualität stellt sich auch ein, wenn wie in den meisten Ländern parallel eine Einkommenssteuer und eine Mehrwertsteuer erhoben wird oder wenn wie in der Schweiz das Vorsorgeeinkommen aus den Säulen 2 und 3a nachgelagert nach dem Konsumsteuermodell und das Vermögenseinkommen der Säule 3b nach dem Einkommenssteuermodell besteuert werden.

Ergänzenden Steuern unter dem Fiskalzweck kommt die Hilfsfunktion zu, Lücken in den primären Steuerbasen zu schliessen. Einkommen wird typischerweise durch eine persönliche Einkommenssteuer besteuert. Diese kann mit einer Unternehmensgewinnsteuer ergänzt werden, wobei die Besteuerung auf Unternehmensebene und auf persönlicher Ebene aufeinander abzustimmen sind. Daneben gibt es in einem System der Einkommensbesteuerung unter Umständen auch noch Platz für andere Steuerarten:

- Bodeneinkommen lässt sich effizient über eine Bodensteuer oder etwas weniger zielgenau mit einer Liegenschaftssteuer abschöpfen.
- Vermögenserträge und Kapitalgewinne können alternativ im Sinne einer Sollertragsbesteuerung statt über die Einkommenssteuer auch durch eine Vermögenssteuer belastet werden.
- Erbschaften und Schenkungen werden typischerweise nicht im Rahmen der persönlichen Einkommenssteuer, sondern mittels einer gesonderten Erbschafts- und Schenkungssteuer besteuert. Alternativ lassen sich potenzielle Erbschaften auch indirekt und vorgezogen mittels einer Vermögenssteuer belasten.

Ergänzende Steuerbasen unter einem Lenkungszweck sind Steuerobjekte mit negativen externen Effekten. Beispiele sind Ökosteuern oder Steuern auf dem Konsum von Tabak, Alkohol und Glücksspiel. Den Lenkungssteuern kommt bei der Einnahmenbeschaffung ein ergänzender Charakter zu, da ihre Ergiebigkeit beschränkt ist.

3.1.3 Finanztransaktionen als inferiore Steuerbasen

Finanztransaktionssteuern sind in der Form der schweizerischen Stempelabgaben alte Steuern. Sie dienten dem Zweck, Einnahmen mit möglichst geringen Vollzugskosten zu generieren und stammen aus der Zeit, bevor die Einkommenssteuer und später die Mehrwertsteuer sich als gerechtere und weniger verzerrende Formen von Fiskalzwecksteuern zur Einnahmenbeschaffung ausgebreitet haben.

Der Bund bestritt seine Einnahmen zu Beginn des 20. Jahrhunderts in erster Linie aus Zöllen. Die mit dem ersten Weltkrieg einsetzende Krise der Bundesfinanzen veranlasste den Bundesrat, dem Parlament in Ergänzung der kantonalen Verkehrssteuern auf Immobilien die Schaffung der verfassungsrechtlichen Grundlage zur Einführung einer in Form von Stempelabgaben erhobenen Bundessteuer auf den Verkehr mit Mobiliarwerten vorzuschlagen (BAUER-BALMELLI UND KÜPFER, 2019, Vorbemerkungen StG N 2). Im Ergebnis belastete diese neue Verkehrssteuer zur Hauptsache Finanztransaktionen.

Der Bundesrat führte in seiner Botschaft aus, dass die Besteuerung eine indirekte Belastung des Besitzes bezwecke und sich daher auf solche Verkehrsakte konzentrieren solle, welche der Kapitalbildung, der Kapitalverwendung und der Gewinnrealisation dienen. Der Finanzbedarf des Bundes sei zu gross, als dass er ganz durch Verbrauchsabgaben gedeckt werden könnte, und bei der verhängnisvollen Eigenschaft der meisten Verbrauchssteuern, progressiv nach unten statt nach oben zu wirken, werde die Forderung nach stärkerer Belastung des

durch Vermögen fundierten Einkommens, als Ausgleich gegen die Einseitigkeit der steuerlichen Belastung des Massenverbrauchs, mit zunehmender Intensität erhoben.⁷

Da eine Finanztransaktion lediglich eine Vermögensumschichtung darstellt, schafft sie kein Einkommen und damit auch keine wirtschaftliche Leistungsfähigkeit, muss aber gleichwohl aus dem Einkommen auf den der Transaktion zugrundeliegenden Vermögenswerten finanziert werden. Steuern, welche Vermögenseinkommen in Form von Kapitalerträgen und Kapitalgewinnen belasten, sind daher einer Finanztransaktionssteuer unter dem Gesichtspunkt der Besteuerung nach der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit überlegen.

Wie andere Steuern auf dem Vermögenseinkommen oder dem Vermögensbesitz verzerrt eine Finanztransaktionssteuer den Entscheid zwischen Sparen und Konsum zulasten des Sparens. Je nach der konkreten Ausgestaltung kommen weitere Verzerrungen hinzu:

- Sie kann die Kapitalbeschaffung inländischer Unternehmen beeinträchtigen und via verminderte Kapitalakkumulation, weniger kapitalintensive Produktion und geringere Arbeitsproduktivität die Löhne senken bzw. das Reallohnwachstum bremsen. Dies gilt beispielsweise für die Emissionsabgabe und die Umsatzabgabe auf inländischen Wertschriften.
- Die Umsatzabgabe auf in- und ausländischen Wertschriften beeinträchtigt die inländische Finanzintermediation. Da Finanzmärkte flexibel und zum Teil sehr mobil sind, kann eine Finanztransaktionssteuer bewirken, dass die Erstellung von Finanzdienstleistungen vom Schweizer Finanzplatz ins Ausland verschoben wird. Dann generiert eine solche Steuer nicht nur keinen Ertrag, sondern die Schweiz verliert überdies Wertschöpfung. Aus diesem Grund kennt die Umsatzabgabe denn auch verschiedene Ausnahmetatbestände, die darauf ausgerichtet sind, die Abwanderung von Transaktionen von in- zu ausländischen Finanzintermediären zu beschränken.

Unter dem Fiskalzweck lässt sich daher eine Finanztransaktionssteuer nicht rechtfertigen, es sei denn die Steuer:

- ist geeignet, eine Lücke im System der Einkommensbesteuerung zu schliessen;⁸
- kann in beträchtlichem Ausmass exportiert werden, so dass sie von ausländischen Personen getragen wird und – aus nationaler Perspektive – die inländische Wohlfahrt nicht beeinträchtigt;⁹
- korrigiert negative externe Effekte, so dass sie unter dem Lenkungs Zweck gerechtfertigt werden kann.

3.2 Rechtfertigung unter dem Lenkungs Zweck

Eine Rechtfertigung von Finanztransaktionssteuern unter dem Lenkungs Zweck wurde erstmals von KEYNES (1936) aufgrund seiner Überlegungen zu den Aktienmärkten nach der Grossen Depression vorgebracht. Er schlug eine solche Steuer vor, damit sich die Unternehmen stärker auf ihre langfristigen Aussichten statt auf ihre kurzfristige Performance konzentrieren würden. TOBIN (1974, 1978) knüpfte an Keynes' Steuervorschlag an und schlug 1972, kurz

⁷ Botschaft 1916, S. 541f., 546f. und 560f.; Botschaft 1917, S. 86 zitiert in: BAUER-BALMELLI UND KÜPPER, 2019, Vorbemerkungen StG N 2.

⁸ Dies ist etwa bei der Abgabe auf Lebensversicherungsprämien, wenn auch nicht in sehr präziser Art und Weise, der Fall. Ihre Einnahmen kompensieren teilweise für die Einkommenssteuerfreiheit des Vermögensanfalls aus rückkauffähiger Kapitalversicherung (Art. 24 Bst. b DBG; Art. 7 Abs. 4 Bst. d StHG), die eintritt, wenn die Versicherungsleistung ab dem vollendeten 60. Altersjahr der versicherten Person aufgrund eines mindestens fünfjährigen Vertragsverhältnisses ausbezahlt wird, das vor Vollendung des 66. Altersjahres begründet wurde (Art. 20 Abs. 1 Bst. a DBG; Art. 7 Abs. 1^{ter} StHG).

⁹ Ein mögliches historisches Beispiel für einen solchen Effekt ist die von ausländischen Privatanlegern entrichtete Umsatzabgabe auf ausländischen Wertschriften. Aufgrund der Einführung des automatischen Informationsausgleichs im grenzüberschreitenden Verhältnis und des seither gestiegenen Wettbewerbsdrucks ist dieses Argument aber wohl nicht mehr gültig.

nach dem Zusammenbruch des Golddevisenstandards des Bretton-Woods-Systems, eine weltweit einheitliche Steuer auf Kassa-Devisentransaktionen vor.

Nach dem Börsenkrach von 1987 nahm die Debatte erneut Fahrt auf und verlagerte sich wieder zurück auf die Wertschriftenmärkte. STIGLITZ (1989) sowie SUMMERS UND SUMMERS (1989) sprachen sich für Wertschriftentransaktionssteuern aus, um die Bildung von Vermögensblasen zu verhindern und die Marktvolatilität zu verringern.

Im Kern beruht die Auffassung der Befürworter von Wertschriftentransaktionssteuern auf zwei unabhängigen Argumenten, der Ressourcenverschwendungs-These und der Kompositionseffekt-These.

3.2.1 Ressourcenverschwendungs-These

STIGLITZ (1989) und SUBRAHAMANYAM (1998) argumentieren, dass der private Nutzen des Sammelns und Verwertens von Informationen, um schneller auf Marktveränderungen reagieren zu können, höher ist als der soziale Nutzen dieser Tätigkeit. Die Erhebung einer Steuer auf diese Aktivitäten würde die wirtschaftliche Effizienz des Marktes verbessern, indem sie die Anreize für diese Art von Rent-Seeking verringert. Die Einführung einer Wertschriftentransaktionssteuer würde daher den Wohlstand erhöhen, indem sie die Verschwendung von Ressourcen verringert.

3.2.2 Kompositionseffekt-These

STIGLITZ (1989) sowie SUMMERS UND SUMMERS (1989) argumentieren, dass neben rationalen, informierten aktiv investierenden Investoren, die beispielsweise als negative «feedback traders» («contrarians») sich entwickelte Über- oder Unterbewertungen korrigieren, und uninformierten passiv anlegenden Marktteilnehmern mit langem Anlagehorizont auf den Finanzmärkten zu viele uninformierte «noise traders» mit kurzfristigem Anlagehorizont tätig sind. Diese würden ihre Anlageentscheidungen nicht auf der Grundlage von Fundamentaldaten treffen, sondern als positive «feedback traders» («trend followers») sich entwickelnde Fehlbewertungen verstärken. Dadurch erzeugen sie eine übermässige Volatilität (excess volatility). Diese ist höher als die unvermeidliche fundamentale Volatilität, die sich aus der Veränderung der den Barwert eines Wertpapiers beeinflussenden Parameter ergibt. Da eine solche erhöhte Volatilität unnötige Unsicherheit in die Volkswirtschaft trägt, stellen die Handelsaktivitäten der «noise traders» eine negative Externalität dar. Da nach Auffassung der Vertreter der Kompositions-These eine Wertschriftentransaktionssteuer die Tätigkeit der «noise traders» stärker einschränkt als jene von Händlern, die ihre Entscheidungen auf Fundamentaldaten stützen, verändert die Steuer die Zusammensetzung der Marktteilnehmer (Kompositionseffekt). Dies führt zu einem Rückgang des Handelsvolumens und der Volatilität sowie zu einem Anstieg der Preiseffizienz.

Während die Ressourcenverschwendungs-These auch Gültigkeit beansprucht, wenn alle Marktteilnehmer sich rational verhalten, basiert die Kompositionseffekt-Hypothese auf dem irrationalen Anlageverhalten der «noise traders».

3.2.3 Liquiditätseffekt-These

Die Gegner von Finanztransaktionssteuern stellen jedoch die Relevanz dieses Kompositionseffekts in Frage und verweisen stattdessen auf einen Liquiditätseffekt mit entgegengesetzten Folgen. Diese Ansicht stützt sich auf die Existenz starker Marktliquiditätsexternalitäten auf den Finanzmärkten (siehe z. B. PAGANO (1989)), die zu indirekten Auswirkungen von Finanztransaktionssteuern führen. SCHWERT UND SEGUIN (1993) gehen beispielsweise davon aus, dass

eine Finanztransaktionssteuer aufgrund eines geringeren Umsatzes, höherer Absicherungskosten und einer möglichen Zunahme der adversen Selektion¹⁰ zu einer Ausweitung der Geld-Brief-Spannen führen wird. Ebenso argumentiert ROSS (1989), dass das Fehlen von kurzfristig orientierten Händlern die Liquidität beeinträchtigen wird, da kostspielige Bestandspositionen für die Bereitstellung von Liquidität an Bedeutung gewinnen. Infolgedessen wird es für Arbitrageure teurer, Fehlbewertungen zu korrigieren, so dass deren Ausmass und Persistenz zunehmen dürften. Dies bedeutet, dass die Preise volatiler und weniger effizient werden bzw. dass ein einzelner Auftrag zu grösseren Preisschwankungen führen kann.

Ein guter Teil der Debatte um die Wertschriftentransaktionssteuer dreht sich um die relative Bedeutung des Kompositions- und des Liquiditätseffektes und ihre kombinierten Auswirkungen. In Ziffer 4 wird diese Debatte anhand der Auswirkungen einer Wertschriftentransaktionssteuer aufgenommen.

4 Auswirkungen einer Wertschriftentransaktionssteuer

4.1 Handelsvolumen

In der theoretischen Literatur herrscht Konsens, dass Wertschriftentransaktionssteuern das Handelsvolumen, d.h. den Umsatz der besteuerten Wertpapiere, senken (SCHWERT UND SEGUIN, 1993; KUPIEC, 1996; AMIHU et al., 2005).

Diese Einschätzung wird durch die empirische Literatur bestätigt. FUNKE et al. (2020, S. 21) fassen die Evidenz verschiedener Studien zu Frankreich, Italien und dem Rest der Welt zusammen. Dabei sei im ersten Halbjahr bis zu einem Jahr nach Einführung der Steuer ein genereller Handelsrückgang zwischen 10 und 30% zu erwarten, wenn man den normalen Aktienhandel an der Börse, eine gängig konzipierte Steuer und eine robuste Analyseverfahren voraussetze.

4.2 Marktliquidität

Marktliquidität bezeichnet die Fähigkeit eines Finanzmarktes, Kauf- und Verkaufsaufträge ohne bedeutende Preisänderungen zu absorbieren. Auf einem illiquiden Markt treiben Kaufaufträge die Transaktionspreise tendenziell nach oben und Verkaufsaufträge nach unten. Im Extremfall ist die Abweichung so gross, dass sich der Handel überhaupt nicht lohnt oder nicht durchführbar ist und der Markt einfriert. Mit anderen Worten: Auf einem illiquiden Markt liegt der beste Preis, zu dem ein Wertpapier gekauft werden kann (ask price; Briefkurs), deutlich über dem besten Preis, zu dem es verkauft werden kann (bid price; Geldkurs). Die Differenz zwischen diesen beiden Preisen – die Geld-Brief-Spanne – ist denn auch ein gängiges Mass für die Illiquidität. Die Liquidität variiert zwischen den einzelnen Wertpapieren und im Zeitverlauf, wobei höhere durchschnittliche Geld-Brief-Spannen in Zeiten grosser Unsicherheit auftreten (FOUCAULT et al, 2024, S. 2f.).

Die Theorie der Mikrostruktur der Finanzmärkte hat verschiedene Faktoren herausgearbeitet, welche die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs bestimmen.¹¹ Dabei ist es sinnvoll, zwei idealtypische Handelsmechanismen zu unterscheiden, nämlich den Markt für Limit-Aufträge («limit order market» oder Auktionsmarkt) und den Händlermarkt («dealer market»). Tatsächlich

¹⁰ Adverse Selektion ist eine Form von Marktversagen, welche aus der Informationsasymmetrie zwischen Vertragspartnern (z. B. Käufern und Verkäufern) vor Vertragsabschluss resultiert, indem ein besser informierter Marktteilnehmer Informationen nutzt, um einen anderen Marktteilnehmer, der nicht über diese Informationen verfügt, zu übervorteilen.

¹¹ Vgl. z. B. STOLL, 2002, S. 10; FOUCAULT et al., 2024, S. 85.

beruhen alle Wertpapiermärkte in unterschiedlicher Weise auf Kombinationen dieser beiden grundlegenden Mechanismen (FOUCAULT et al, 2024, S. 17f.).

- Auf Limit-Order-Märkten können alle Teilnehmer (Endanleger und Intermediäre) direkt und multilateral auf einer Handelsplattform interagieren; ihre Gebote und Angebote werden in einem Limit-Order-Buch (LOB) nach Preispriorität konsolidiert, so dass höhere Gebote und billigere Angebote mit grösserer Wahrscheinlichkeit ausgeführt werden. Da alle Teilnehmer miteinander handeln können, werden Handelsplattformen, die diesen Mechanismus nutzen, manchmal als «all-to-all»-Handelssysteme bezeichnet.¹²
- Auf Händlermärkten können Endanleger nur zu den Geld- und Briefkursen handeln, die von spezialisierten Intermediären, den so genannten «dealers» oder «market makers», gestellt werden. Da die Preise oft in bilateralen Verhandlungen zwischen Händlern und Anlegern (oder deren Maklern) festgelegt werden, werden diese Märkte oft als «over the counter» (OTC) bezeichnet, ein alter Ausdruck, der sich auf dezentrale Verkäufe bezieht, die im Allgemeinen über den Schalter eines Geschäfts stattfinden.¹³ Aufgrund von Automatisierung und Regulierung haben sich die OTC-Märkte in den letzten Jahren stark verändert, da elektronische Handelssysteme entstanden sind, die es den Anlegern ermöglichen, direkt miteinander zu handeln («all-to-all»-Handelssysteme) oder gleichzeitig Kurse von mehreren Händlern anzufordern («request for quotes»-Systeme oder RFQs). Darüber hinaus nutzen Händler jetzt elektronische Limit-Orderbücher für den Handel untereinander auf so genannten Interdealer-Märkten.

Auf Händlermärkten wird die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs durch die folgenden Faktoren bestimmt:

1. Abwicklungskosten («order handling costs»): Den Händlern, die Marktliquidität anbieten und so die Kontinuität der Märkte gewährleisten, entstehen Kosten bei der Abwicklung der Kaufs- und Verkaufsaufträge («order handling»), für die sie abgegolten werden müssen. Die Kosten beinhalten den Aufwand für die Arbeit und das Kapital, welche benötigt werden, um Informationen über die Notierungen zu liefern («information»), die Aufträge zu übermitteln («routing»), auszuführen («execution») und abzurechnen («clearing and settlement»). In einem Markt ohne Händler, wo die Spanne durch limitierte Aufträge gebildet wird, sind die Kosten für die Abwicklung der Aufträge niedriger als in Märkten, in denen professionelle Händler ihr Auskommen finden.
2. Nicht kompetitive Preissetzung: Die Spanne kann auch eine nicht kompetitive Preissetzung reflektieren. Die «market makers» können sich z. B. untereinander absprechen oder sich Regulierungen bedienen, also z. B. die minimal mögliche Preisänderung («tick») erhöhen, um so die Spannen zu vergrössern.
3. Risiko auf den Eigenbeständen («inventory risk»): Die Händler als Anbieter sofortiger Auftragsausführung («immediacy»), die zu Briefkursen kaufen und zu Geldkursen verkaufen, unterliegen einem Risiko von Wertveränderungen auf ihren Eigenbeständen. Das Risiko rührt daher, dass nach dem Aufbau der Eigenbestände adverse öffentliche Informationen eintreffen können. Der Erwartungswert solcher Informationen ist zwar null, doch erzeugt die Unsicherheit ein Risiko, für das die Anbieter sofortiger Auftragsausführung abgegolten werden wollen.¹⁴
4. Option, frei zu handeln («free trading option»): Das Stellen eines Geld- oder Briefkurses gewährt den übrigen Marktteilnehmern die Option, auf der Basis neuer öffentlicher Infor-

¹² Solche Handelsplattformen werden auf den Aktien- und Derivatemarkten (z. B. Optionen und Futures) eingesetzt (FOUCAULT et al, 2024, S. 18).

¹³ Festverzinsliche Wertpapiere (z. B. Staatsanleihen, Unternehmensanleihen oder Zinsswaps), Währungen und Interbankenkredite werden häufig auf diese Weise gehandelt (FOUCAULT et al, 2024, S. 18).

¹⁴ STOLL (1978) war der erste, der die Geld-Brief-Spanne mit den Lagerhaltungskosten in Verbindung brachte.

mation zu handeln, bevor die Kurse geändert werden können, so dass sie die neue Information widerspiegeln. Die gestellten Kurse müssen deshalb vom Konsenspreis abweichen, da nur so die Kosten der Option berücksichtigt sind. Der Optionseffekt tritt auf, weil adverse Informationen vor dem Handel eintreffen und die Notierungen nicht mehr schnell genug angepasst werden können.

5. Private Information: Wenn einige Investoren besser informiert sind als andere, verliert der Marktteilnehmer, welcher einen festen Kurs stellt, zugunsten der Investoren mit superiorer Information. Der adverse Selektionseffekt kommt in Gegenwart privater Information vor dem Handel zu Stande, wird aber erst nach dem Handel aufgedeckt. Die Liquiditätsanbieter verlangen daher eine Kompensation, um ihre potenziellen Verluste bei Geschäften mit besser informierten Anlegern auszugleichen.¹⁵

Im Unterschied zu den Händlermärkten besteht in Limit-Order-Märkten keine strikte Dichotomie zwischen den Händlern, die den Markt «machen», indem sie Kurse stellen, und denjenigen, die diese Kurse «nehmen», indem sie auf das Angebot des Händlers einsteigen: Jeder Teilnehmer kann die gewünschten Geschäfte ausführen, indem er Limit-Aufträge, Bestens-Aufträge oder eine Kombination davon einreicht. Somit liegt die Bereitstellung von Liquidität nicht ausschliesslich bei einer bestimmten Gruppe von «market makers». (FOUCAULT et al, 2024, S. 202f.)

Der Vorteil von Limit-Aufträgen besteht darin, dass sie es den Anlegern ermöglichen, Einnahmen aus der Bereitstellung von Liquidität zu erzielen, anstatt die Kosten für den Liquiditätsverbrauch zu bezahlen. Diesem Vorteil stehen jedoch zwei Nachteile gegenüber (FOUCAULT et al, 2024, S. 203):

1. Die Auftraggeber sind dem Risiko ausgesetzt, Geld an besser informierte Akteure zu verlieren. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn neue Nachrichten auf dem Markt eintreffen. Wenn die Marktteilnehmer ihre limitierten Aufträge nicht schnell genug aktualisieren (oder stornieren), laufen sie Gefahr, zu einem veralteten Preis mit Anlegern zu handeln, die schneller auf die neuen Nachrichten reagieren. Der oben geschilderte Optionseffekt ist also auf Limit-Order-Märkten besonders ausgeprägt und ist mit dem Aufkommen des Hochfrequenzhandels besonders akut geworden.
2. Bei Limit-Aufträgen besteht das Risiko der Nicht-Ausführung. So ist es beispielsweise unwahrscheinlich, dass ein limitierter Verkaufsauftrag ausgeführt wird, wenn sein Preis nicht niedrig genug ist. Die Nichtausführung ist kostspielig, weil die Verwaltung von Aufträgen Zeit kostet und manchmal sogar Gebühren für die Eingabe und Änderung von Aufträgen entrichtet werden müssen und weil sie Opportunitätskosten verursachen kann.

Da aufgrund der geschilderten Effekte die Geld-Brief-Spanne in Händler- und in Limit-Order-Märkten positiv ist, sind die Finanzmärkte nicht vollkommen liquid. Kaufaufträge treiben die Preise nach oben, während die Verkaufsaufträge sie nach unten drücken. Dabei fällt die Preisbewegung umso stärker aus, je grösser der Auftrag ist. Trotzdem unterscheidet sich die anschliessende Preisdynamik je nach Quelle der Marktiliquidität (FOUCAULT et al, 2024, S. 85, S.126f.):

¹⁵ Das wegweisende Modell des Handels mit asymmetrischen Informationen von GLOSTEN UND MILGROM (1985) ist in viele Richtungen erweitert worden. EASLEY UND O'HARA (1992) führen die Möglichkeit ein, dass Informationsereignisse unsicher sein können. In diesem Fall lernen die Händler nicht nur aus dem Auftragsfluss, sondern auch aus dem Handelsvolumen, d.h. der Gesamtzahl der Abschlüsse in einem bestimmten Zeitraum. Ein wichtiges Merkmal des Modells von Glosten und Milgrom ist, dass die Liquiditätsanbieter über weniger Informationen verfügen als einige Liquiditätsnachfrager. Demgegenüber liefern CALCAGNO UND LOVO (2006) eine theoretische Analyse, wenn einige Händler besser informiert sind als andere. In diesem Fall sind die Preisnotierungen der Händler informativ, der Auftragsfluss jedoch nicht. Insgesamt lassen sich die experimentellen Belege in BLOOMFIELD et al. (2005) und die empirischen Belege in BROGAARD et al. (2019) so deuten, dass auf Wertpapiermärkten neben dem Auftragsfluss auch die Kursnotierungen Informationen enthalten.

- Soweit die Geld-Brief-Spanne einen Ausgleich für die Kosten der adversen Selektion aufgrund privater Informationen darstellt, ist der Preiseinfluss eines Auftrags dauerhaft, da er die Liquiditätsanbieter dazu veranlasst, ihre Schätzung des Wertes des Wertpapiers zu revidieren.
- Soweit die Spanne jedoch die Kosten der Auftragsabwicklung oder das Risiko auf den Eigenbeständen ausgleicht, ist die Preiswirkung eines Auftrags vorübergehend.
 - Im Falle der Kosten für die Auftragsabwicklung bewirkt der Kaufauftrag einen vorübergehenden Aufwärtsschub des Transaktionspreises. Der Effekt tritt nur sehr kurzfristig auf, was zu einer kurzfristigen negativen Autokorrelation der Transaktionspreisänderungen führt.
 - Im Falle des Ausgleichs des Risikos auf den Eigenbeständen ist die Preisreaktion auf einen Kaufauftrag kurzfristig ebenfalls positiv, und es kommt auch hier zu einer Preisumkehr, aber die Auswirkungen auf den Preis klingen im Laufe der Zeit langsam ab, da die Bestände allmählich wieder auf das Zielniveau gebracht werden. Auch in diesem Fall sollten die Renditen also eine negative Autokorrelation aufweisen, allerdings mit niedrigeren Frequenzen und längeren Verzögerungen als im Fall der Auftragsbearbeitungskosten.

Treten diese Effekte gleichzeitig auf, tragen sie gemeinsam zu den kurzfristigen Preiswirkungen eines Handelsauftrags bei. Dabei tritt die Preisumkehr aufgrund der Kosten für die Auftragsabwicklung schnell ein, die Preisumkehrung aufgrund der Kosten für die Lagerhaltung erfolgt nur allmählich und langfristig hat nur der mit der adversen Selektion verbundene Informationseffekt Bestand (FOUCAULT et al., 2024, S. 127).

Je höher die Wahrscheinlichkeit, dass ein Handelsauftrag aufgrund superiorer privater Information erfolgt, desto höher fällt die Geld-Brief-Spanne aufgrund des adversen Selektionseffektes bei privater Information aus. Wenn nun eine Transaktionssteuer das Handelsvolumen reduziert, würde das nicht in erster Linie den fundamental motivierten Handel treffen. Entsprechend steigt die Wahrscheinlichkeit, dass eine Transaktion durch die adverse Selektion aufgrund privater Information motiviert ist. Um das erhöhte Risiko abzusichern, würden die «market makers» die Geld-Brief-Spanne vergrössern. Dadurch würden die handelsbedingten Preisausschläge je Transaktion grösser, so dass die Volatilität der Preise ansteigen würde.

In den letzten Jahren sind hochfrequente «market makers» aufgekommen. Diese «market makers» automatisieren die Veröffentlichung ihrer Kurse und nutzen ihren schnellen Zugang zu verschiedenen Handelsplattformen und Informationen, um das Bestandsrisiko sehr effizient zu verwalten. Infolgedessen halten sie ihre Bestände nur für einen sehr kurzen Zeitraum¹⁶. Gemäss FOUCAULT et al. (2024, S. 127) deutet dies darauf hin, dass die Geschwindigkeit der Rückkehr zum Mittelwert bei den Lagerbeständen und Preisen der Händler in den letzten Jahren erheblich zugenommen haben könnte. Im Umkehrschluss würde eine steuerbedingte Ausdünnung oder gar Verdrängung des Hochfrequenzhandels die Geld-Brief-Spanne aufgrund des Bestandsrisikos erhöhen, so dass die Marktliquidität abnimmt, und die Preisfindung verlangsamen. Auch dadurch stiege die Volatilität der Preise an.

Theoretische Studien legen nahe, dass höhere Transaktionskosten die Preisbildung auf Märkten verlangsamen und die Marktliquidität verringern. Indem Wertschriftentransaktionssteuern das Handelsvolumen reduzieren, verringert sich in der Regel auch die Marktliquidität, definiert als die Preiswirkung eines bestimmten Geschäfts (AMIHUD UND MENDELSON, 1992; KUPIECS, 1996). Eine geringere Liquidität kann wiederum die Preisfindung verlangsamen, also den Prozess, bei dem die Finanzmärkte die Auswirkungen neuer Informationen in die Preise von Vermögenswerten einbeziehen (FROOT UND PEROLD, 1995; FRINO UND WEST, 2003).

¹⁶ Siehe z. B. die Nachweise in MENKVELD, 2013.

Die empirische Literatur analysiert die beiden Standard-Liquiditätsmasse (Geld-Brief-Spanne und Amihud-Illiquiditäts-Mass)¹⁷. Für Frankreich finden GOMBER et al. (2016) einen eindeutigen Rückgang der Liquidität. Bei den meisten Studien ergab sich ein gemischtes Bild, in dem ein Teil der Variablen signifikant, ein anderer Teil nicht signifikant war (MEYER et al., 2015; SRAMKO, 2015; CAPELLE-BLACHARD UND HAVRYLCHYK, 2016; COELHO, 2016; COLLIARD UND HOFFMANN, 2017). Einzig BECCHETTI et al. (2014) weisen keinen Effekt nach.

Für Italien lässt sich aus den Ergebnissen von RÜHL UND STEIN (2014), HVOZDYK UND RUSTANOV (2016) sowie CAPPELLETTI et al. (2017) folgern, dass die Liquidität gesunken ist. SRAMKO (2015) und COELHO (2016) hingegen finden keine signifikanten Effekte für die beiden Masse.

Bei den Studien für andere Länder stellen UMLAUF (1993) für Schweden, BALTAGI et al. (2006) für China, LIU (2007) für Japan, SAHU (2008) für Indien und POMERANETS UND WEAVER (2018) für die USA illiquide Märkte in Folge von Transaktionssteuern fest.

Zusammenfassend haben laut FUNKE et al. (2020 S. 23) die Finanztransaktionssteuern in Frankreich und insbesondere Italien zu einer (leichten) Reduktion der Liquidität geführt. Dies sei auch im internationalen Vergleich durchaus typisch.

Zum Einfluss des Hochfrequenzhandels auf die Marktliquidität zeigen CONRAD et al. (2015), dass der Hochfrequenzhandel die Preise stärker einem «random walk» angleicht und die Transaktionskosten im Markt signifikant senkt. HENDERSHOTT et al. (2011) finden, dass der Eintritt algorithmischer Händler die Liquidität sowie den Informationsgehalt von Geboten verbessert. BROGAARD et al. (2014) belegen, dass der Hochfrequenzhandel anderen Marktteilnehmern adverse Selektionskosten aufbürdet. Zugleich hat der Hochfrequenzhandel aber positive Auswirkungen auf die Preiseffizienz, weil die Hochfrequenzhändler bei temporären Preisfehlern in die Gegenrichtung handeln, bei permanenten Preisbewegungen durch Handel in dieselbe Richtung die Bewegung zum neuen permanenten Preis jedoch beschleunigen. Darüber hinaus bietet der Hochfrequenzhandel Liquidität an sehr volatilen Tagen rund um die Bekanntgabe makroökonomischer Mitteilungen.

4.3 Preisfindung

Unter Preisfindung versteht man die Geschwindigkeit und Genauigkeit, mit der Transaktionspreise die den Marktteilnehmern zur Verfügung stehenden Informationen berücksichtigen (FOUCAULT et al, 2024, S. 3).

Studien, die versuchen, die Auswirkungen von Wertschriftentransaktionssteuern auf den Preisfindungsprozess zu messen, untersuchen in der Regel die Veränderungen der Autokorrelation der Marktrenditen als Reaktion auf die steuerlichen Änderungen. Theoretisch würde eine effiziente Preisfindung bedeuten, dass die Autokorrelation der Renditen null oder sehr gering ist, da neue Informationen sofort in die Marktbewertung einfließen würden (MATHESON, 2011, S. 18).

Nach der Kompositionseffekts-These fiele die Preisfindung umso effizienter aus, je mehr rationale Investoren im Vergleich zu «noise traders» am Markt agieren. Entsprechend würde die Preisfindung durch die steuerinduzierte relative Verdrängung der «noise traders» effizienter und die Autokorrelation der Renditen würde sinken. Gemäss der Liquiditätseffekt-These würde die Steuer die Marktliquidität austrocknen, so dass Informationen langsamer in den Handel einfließen, was zu einer grösseren Autokorrelation der Renditen führen würde.

¹⁷ AMIHU (2002) schlug als Mass für die Illiquidität einer Aktie das Verhältnis zwischen der absoluten Tagesrendite und dem täglichen Transaktionsvolumen in Geldeinheiten im Jahresdurchschnitt vor.

LIU (2007) stellt fest, dass die Senkung der japanischen Transaktionssteuer im Jahr 1989 die bei japanischen Aktienkursänderungen beobachtete Autokorrelation erster Ordnung verringerte, wodurch sich das Niveau der Autokorrelation stärker an das von unbesteuerten japanischen «depository receipts»¹⁸ anglich, die am US-Aktienmarkt gehandelt werden. In ähnlicher Weise stellen BATALGI et al. (2006) fest, dass eine Erhöhung des Steuersatzes der chinesischen Wertschriftentransaktionssteuer die Autokorrelation der Renditen erhöht. COLLIARD UND HOFFMANN (2017) finden im Zuge der Einführung der französischen Finanztransaktionssteuer 2012 eine Erhöhung in der Autokorrelation der Quotierungen der betroffenen Aktien im Vergleich zur Kontrollgruppe.

Die empirische Literatur findet somit einen positiven Zusammenhang zwischen einer Wertschriftentransaktionssteuer und der Autokorrelation, was gegen die Steuer spricht, da diese die Effizienz der Finanzmärkte reduziert.

4.4 Volatilität

MATHESON (2011, S. 20) unterscheidet mit der kurzfristigen Preisvolatilität¹⁹ und den langfristigen Schwankungen der Vermögenspreise, die sich zu Blasen und Crashes entwickeln können, zwei Arten von Volatilität, die durch eine Wertschriftentransaktionssteuer beeinflusst werden könnten.

4.4.1 Auswirkungen auf die kurzfristige Preisvolatilität

Die theoretische Beziehung zwischen einer Wertschriftentransaktionssteuer und der kurzfristigen Preisvolatilität ist nicht eindeutig. Der Nettoeffekt hängt von der Mikrostruktur des Marktes und der Zusammensetzung des Handels ab, d.h. davon, ob der Liquiditäts- oder der Kompositionseffekt dominiert. MATHESON (2011, S. 20) beschreibt die gegenläufigen Effekte folgendermassen: Indem Wertschriftentransaktionssteuern das Handelsvolumen reduzieren, verringert sich in der Regel auch die Marktliquidität, was die Auswirkung der einzelnen Geschäfte auf die Preise erhöht, so dass im Allgemeinen auch die Preisvolatilität steigt. Wenn die Steuer die Aktivitäten der «noise traders» einschränkt, die auf der Grundlage von Fehlinformationen, wie z. B. vergangenen Kursbewegungen, handeln und die Märkte destabilisieren, sinkt die Volatilität. Sie kann jedoch auch die Aktivität von informierten Händlern und Arbitrageuren unterdrücken, deren Handel die Preise tendenziell in Richtung ihrer Fundamentalwerte treibt. Überdies tragen selbst die Aktivitäten der «noise traders» zur Marktliquidität bei, so dass ihre Verdrängung aus dem Markt eine zweischneidige Wirkung hat.²⁰

Nach MATHESON (2011, S. 20) ist die Eigenschaft der Wertschriftentransaktionssteuer, nicht zwischen stabilisierenden und destabilisierenden Handelsaktivitäten unterscheiden zu können, ein gewichtiges Argument für ihre Ablehnung durch viele Analytiker.

¹⁸ Ein Hinterlegungsschein («depository receipt», DR) ist eine Form eines handelbaren Finanzprodukts, mit dem Anleger Aktien einer ausländischen Aktiengesellschaft halten können. Die Aktien werden durch ein physisches Zertifikat repräsentiert und an den nationalen Börsen gehandelt. Das gängigste Beispiel für einen Hinterlegungsschein ist der «American depository receipt» (ADR). Weitere Beispiele sind der «global depository receipt» (GDR) und der «international depository receipt» (IDR). ADRs werden in der Regel an einer nationalen US-Börse wie der New York Stock Exchange gehandelt, während GDRs in der Regel an der London Stock Exchange notiert sind.

¹⁹ KUPIECS (1996) unterscheidet zwischen kurzfristiger Preisvolatilität und Renditevolatilität; er zeigt auf, dass die Einführung einer Wertschriftentransaktionssteuer zwar die Preisvolatilität senken kann, aber durch die Senkung der Vermögenspreise eindeutig die Renditevolatilität erhöht, die für die Anleger von grösserer Bedeutung ist.

²⁰ Die in BLOOMFIELD et al. (2009) gezeigten experimentellen Belege lassen Zweifel an der Vorstellung aufkommen, dass «noise traders» stärker von einer allgemeinen Steuer betroffen sind als andere Akteure.

SONG UND ZHANG (2005) und PELLIZZARI UND WESTERHOFF (2007) stellen theoretische Modelle vor, die zeigen, dass eine Wertschriftentransaktionssteuer die Volatilität je nach Marktstruktur erhöht oder senkt.²¹

Da theoretische Modelle die Auswirkungen von Wertschriftentransaktionssteuern auf die kurzfristige Volatilität nicht klären können, bleibt die Frage nach ihren Auswirkungen der empirischen Untersuchung vorbehalten. Das gängigste Mass, um die Volatilität zu messen, ist die Standardabweichung der Aktienrenditen oder Aktienpreise über ein bestimmtes Intervall. Weitere bekannte Masse sind der Schwert-Volatilitätsschätzer, der Parkinson'sche Extremwert-schätzer und die Garman-Klass-Volatilität (FUNKE et al., 2020, Fn 9).

Tabelle 1 listet verschiedene aktuelle Studien zu den Wertschriftentransaktionssteuern in Frankreich und Italien auf, die mit modernen Methoden und sauberen Identifikationsstrategien arbeiten (FUNKE et al., 2020, S. 22)²². Die Mehrheit der Studien findet für die Steuer in Frankreich keinen eindeutigen Effekt auf die Volatilität (SRAMKO 2015; CAPELLE-BLANCHARD UND HVRYLCHYK 2016; COELHO 2016; GOMBER et al. 2016; COLLIARD UND HOFFMANN 2017). BECCHETTI et al. (2014) ermitteln gar eine gesunkene Volatilität. Keine Studie zu Frankreich stellt einen signifikanten Anstieg der Volatilität fest. Für die Steuer in Italien stellen zwei Studien keine signifikanten Effekte (SRAMKO 2015; HVOZDYK UND RUSTANOV 2016) fest und drei weitere eine gestiegene Volatilität (RÜHL UND STEIN 2014; COELHO 2016; CAPPELLETTI et al. 2017). Keine Arbeit zu Italien verzeichnet einen Rückgang der Volatilität.

²¹ Ist im Modell von Song und Shang (2005) beispielsweise der Liquiditätseffekt hinreichend stark, reduzieren informierte Händler ihre Handelstätigkeit als Reaktion auf die geringere Liquidität. In diesem Fall steigt die Volatilität und die Preiseffizienz sinkt. Andere Gleichgewichtsmodelle kommen ebenfalls zum Schluss, dass die Auswirkungen einer Finanztransaktionssteuer nicht eindeutig sind. In DOW UND RAHI (2000) sind die Auswirkungen einer Finanztransaktionssteuer auf den Informationsgehalt der Preise nur dann positiv, wenn informierte Händler risikoscheuer sind als uninformierte Händler. In ähnlicher Weise stellt SUBRAHMANYAM (1998) eine Situation dar, in der eine Finanztransaktionssteuer die Liquidität nur dann verringert, wenn die Zahl der informierten Händler hinreichend gross ist.

²² Insbesondere Differenz-von-Differenzen-Ansatz, Propensity Score Matching und Regressions-Diskontinuitäts-Analysen (FUNKE et al., 2020, Fn 10).

Tabelle 1 Empirische Studien zu den Wertschriftentransaktionssteuern in Frankreich und Italien

Studie	Land	Methoden	Beobachtungszeitraum	Volatilität		Liquidität	
				Masse	Effekt	Masse	Effekt
BECCHETTI et al. (2014)	Frankreich	DID, PSM, RD	± 15, 30, 45, 60, 90 Tage	Schwert, Parkinson	Sinkt	Bid-Ask-Spread, Amihud, Umsatzquote	Kein Effekt
RÜHL UND STEIN (2014)	Italien	DID	± 4 Monate	APR, Standardabweichung	Steigt	Bid-Ask-Spread, Handelsvolumen	Gemischt
MEYER et al. (2015)	Frankreich	DID, Matching	± 4 Monate			Diverse Bid-Ask-Spreads, Kennzahlen Handelsaktivität	Gemischt
SRAMKO (2015)	Frankreich	DID	± 15, 30, 90, 180 Tage	Parkinson, Garman-Klass	Kein Effekt	Bid-Ask-Spread, Amihud, Kennzahlen Handelsaktivität	Gemischt
	Italien				Kein Effekt		Kein Effekt
CAPELLE-BLANCHARD UND HAVRYLCHYK (2016)	Frankreich	DID, PSM, RD	± 6 Monate	Rendite, Parkinson	Kein Effekt	Bid-Ask-Spread, Kennzahlen Handelsaktivität	Gemischt
COELHO (2016)	Frankreich	DID	± 4 Monate	Standardabweichung	Kein Effekt	Bid-Ask-Spread, Amihud, Umsatzquote	Gemischt
GOMBER et al. (2016)	Italien	DID	± 4 Monate	Standardabweichung, Parkinson	Steigt		Kein Effekt
					Kein Effekt	Bid-Ask-Spread, Kennzahlen Handelsaktivität	Sinkt
HVOZDYK UND RUSTANOV (2016)	Frankreich	DID	± 10, 60, 180 Tage	Standardabweichung, Parkinson	Kein Effekt	Bid-Ask-Spread, Kennzahlen Handelsaktivität	Sinkt
CAPELLETTI et al. (2017)	Italien	OLS, MW, Levene	± 2 Monate	Standardabweichung, Schwert	Kein Effekt	Bid-Ask-Spread	Sinkt
COLLIARD UND HOFFMANN (2017)	Italien	DID	12 Monate vor, 6 Monate danach	Standardabweichung, Parkinson	Steigt	Bid-Ask-Spread, Anzahl gehandelter Aktien	Gemischt
				Realisierte Volatilität, Parkinson	Kein Effekt	Diverse Bid-Ask-Spreads, Handelsvolumen	Gemischt

Erläuterungen: Kein Effekt bedeutet, dass die Ergebnisse zu einem überwiegenden Teil insignifikant waren oder nicht ausreichend robust gegenüber Änderungen in der behandelten Gruppe. («Sample Splits» z. B. nach Firmengröße oder Marktsegmenten), der Kontrollgruppen, der Zeiträume oder der Methoden. Gemischt bedeutet, dass manche Variablen signifikant und manche Variablen nicht signifikant waren, sich aber kein eindeutiges Bild ergab. Für die Studien mit signifikanten Effekten bei der Liquidität reichen die errechneten Rückgänge von nur 2% bis über 50%. DID = Differenz-in-Differenzen-Ansatz. RD = Regressions-Diskontinuitäts-Analyse. PSM = Propensity Score Matching. APR = Annualized Absolute Percentage Return.

Quelle: FUNKE et al. (2020, S. 26)

Bei den in Tabelle 2 aufgeführten Studien zu anderen Ländern ergibt sich ein gemischtes Bild mit leichter Tendenz hin zu steigender Volatilität. Eine frühe Querschnittsstudie (23 Länder zwischen 1987 und 1989) deckte keine Effekte auf (ROLL, 1989). HU (1998) bestätigt dies für vier asiatische Märkte (1974 bis 1994), SAPORTA UND KAN (1997) für das Vereinigte Königreich (1955–1995), SAHU (2008) für Indien (2004), LIU UND ZHU (2009) für Japan (1999) und CIPRIANI UND GUARINO (2008) in einem Labormarkt. Demgegenüber finden UMLAUF (1993) für Schweden, JONES UND SEGUIN (1997) für die britische Stempelsteuer, POMERANETS UND WEAVER (2018) für New Yorker und US-weite Steuern (1982–1983) sowie BALTAGI et al. (2006) für China mehr Volatilität. HAU (2006) zeigt, dass höhere Transaktionskosten an der Pariser Börse in den 1990er Jahren die Volatilität im Intertageshandel mit Aktien erhöhten.

Tabelle 2 Empirische Studien zur Wertschriftentransaktionssteuer: ältere und ausereuropäische Studien

Studie	Land	Zeitraum	Fokus der Studie	Methoden	Volatilität		Liquidität	
					Masse	Effekt	Masse	Effekt
HAU (2006)	Frankreich	2004	Notierungssprungregeln Aktien	Kernel, OLS, FGLS	Renditevarianz, GARCH, HL	Steigt		
FOUCAULT et al. (2011)	Frankreich	1998-2002	Kostenerhöhung im Forward Trading Aktien	DID	Standardabweichung	Sinkt	Autokovarianz, Amihud, Bid-Ask-Spread	Sinkt
ROLL (1989)	Mehrere Länder	1987-1989	Transaktionssteuern Aktien in 23 Ländern	OLS	Renditestandardabweichung	Kein Effekt		
UMLAUF (1993)	Schweden	1984-1986	Einführung und Änderungen Transaktionssteuer Aktien	Deskript. ES, t-T	Renditevarianz	Kein Effekt	Handelsvolumen, Marktanteile	Sinkt
JONES UND SEGUIN (1997)	USA	1974-1976	Ende Provisionssatz NYSE Aktien	DID-OLS	Absolute Rendite, Rendite-Standardabweichung	Steigt		
SAPORTA UND KAN (1997)	Vereinigtes Königreich	1963-1986	Diverse Änderungen Transaktionssteuer Aktien	GARCH	Bedingte Renditevarianz	Kein Effekt		
HU (1998)	Mehrere Länder	1977-1993	Transaktionssteuern in HKG, JPN, KOR, TWN Aktien	Deskript. ES, t-T	Renditestandardabweichung	Kein Effekt	Börsenumsätze	Kein Effekt
BALTAGI et al. (2006)	China	1997	Erhöhung Transaktionssteuer Aktien	Levene, GARCH	Renditevarianz, GARCH	Steigt	Handelswert	Sinkt
CHOU UND WANG (2006)	Taiwan	1999-2001	Senkung Transaktionssteuer Derivate	GMM System Switching	Parkinson-HL, realisierte Volatilität	Kein Effekt	Bid-Ask-Spread, Handelsvolumen	Sinkt
LIU (2007)	Japan	1989	Diverse Änderungen Transaktionssteuer Aktien	OLS			Autokorrelation, Handelsvolumen	Sinkt
PHYLAKIS UND ARISTIDOU (2007)	Griechenland	1998-2000	Diverse Änderungen Transaktionssteuer Aktien	GARCH	Bedingte Renditevarianz	Steigt		
SAHU (2008)	Indien	2004	Einführung Transaktionssteuer Aktien	ARCH	Bedingte Marktvolatilität	Kein Effekt	Handelsvolumen, Marktanteile	Sinkt
LIAU et al. (2012)	Taiwan	1998-2007	Senkung Transaktionssteuer Derivate	GARCH	Kurz- und langfristige Volatilität	Steigt		
POMERANETS UND WEAVER (2018)	USA	1932-1981	Änderungen Transaktionssteuer Aktien, New York, US-weit	Panel-OLS	Renditestandardabweichung	Kein Effekt	Holden Spread, Amihud	Sinkt

Quelle: FUNKE et al. (2020, S. 50)

FUNKE et al. (2020, S. 22) fassen die empirische Evidenz wie folgt zusammen: Die Volatilitätseffekte von Transaktionssteuern sind nicht eindeutig. In Frankreich waren die Effekte geringer als in Italien, aber in beiden Ländern waren sie nicht besonders stark ausgeprägt. Im internationalen Vergleich überwiegt Evidenz für mehr Volatilität im Zuge von Transaktionssteuern, wobei jedoch gerade die älteren Studien methodisch oft unausgereift sind. Mit PICHLER (2019, S. 15) lässt sich aber festhalten, dass sich aus den empirischen Studien keine Evidenz ableiten lässt, wonach eine Finanztransaktionssteuer bzw. eine Wertschriftentransaktionssteuer die Volatilität senkt.

Somit bleibt festzuhalten, dass eine Wertschriftentransaktionssteuer nicht zwischen stabilisierenden und destabilisierenden Handelsaktivitäten unterscheiden kann und dass aufgrund der empirischen Evidenz die Behauptung, durch eine Wertschriftentransaktionssteuer könne die Volatilität reduziert werden, nicht gestützt werden kann.

4.4.2 Auswirkungen auf langfristige Preisschwankungen (Blasen und Crashes)

Nach BRUNNERMEIER UND OEHMKE (2012, S. 3f.) spielen bei fast allen Finanzkrisen zwei Phasen eine Rolle: (i) eine Aufbauphase, in der sich Blasen und Ungleichgewichte bilden, und (ii) eine Krisenphase, in der sich im Hintergrund aufgebaute Risiken materialisieren und die Krise ausbricht.

- In der Aufbauphase bilden sich Vermögenspreisblasen und Ungleichgewichte. Meistens bauen sich diese Ungleichgewichte langsam im Hintergrund auf, und die Volatilität ist gering. Anfänglich sind die Ungleichgewichte, die schliesslich zu einer Finanzkrise führen, oft schwer zu erkennen. So lässt sich beispielsweise ein Boom bei den Preisen von Vermögenswerten anfangs oft mit einem technologischen Wandel, einer Marktliberalisierung oder einer Finanzinnovation begründen. Gewinnt die Blase jedoch an Fahrt, wird schliesslich klar, dass die grundlegenden Verbesserungen, die einen anfänglichen Anstieg der Vermögenspreise gerechtfertigt haben mögen, mit den ständig steigenden Bewertungen nicht Schritt halten können.
- Die Krisenphase beginnt, wenn ein Ereignis das Platzen der Blase auslöst. Insgesamt ist das Hauptproblem nicht die Preiskorrektur an sich, sondern die Tatsache, dass die notwendige Korrektur oft erst sehr spät erfolgt, wenn sich bereits Risiken und grosse Ungleichgewichte aufgebaut haben. Das auslösende Ereignis, das die Krise katalysiert, muss für sich genommen nicht unbedingt ein Ereignis von grosser wirtschaftlicher Bedeutung sein.²³ Aufgrund von Verstärkungseffekten können jedoch selbst kleine auslösende Ereignisse zu grossen Finanzkrisen und Rezessionen führen.

Ein wichtiger Verstärkungsmechanismus stellt die Verschuldung dar. Wurden die Ungleichgewichte, die sich während der Aufbauphase der Blase gebildet haben, durch Kredite angeheizt, zieht das Platzen von Kreditblasen einen grösseren Fremdkapitalabbau nach sich. Dies verstärkt die Krise (BRUNNERMEIER UND OEHMKE, 2012, S. 5).²⁴

Demgegenüber sind Transaktionskosten eindeutig kein entscheidender Faktor (MATHESON, 2011, S. 21f.): Blasen und Zusammenbrüche treten auch auf den Immobilienmärkten auf, wo die Transaktionskosten, einschliesslich Steuern, im Vergleich zu den Transaktionskosten für Wertschriften extrem hoch sind, in der Regel in der Grössenordnung von mehreren Prozentpunkten. Dies deutet darauf hin, dass eine Wertschriftentransaktionssteuer Anlageblasen nicht verhindern wird.

Es ist die Aufgabe der im Handel tätigen «market makers» und der als Arbitrageure fungierenden professionellen Anleger, überhöhte oder zu tief gefallene Bewertungen zu korrigieren. Zu den Arbitrageuren zählen Hedge-Fonds- und Investmentfonds-Manager, die dieselbe Funktion wie die «market makers» mit geringerer Frequenz – im Bereich von Stunden bis Wochen – ausüben (FOUCAULT et al., 2024, S. 394f.). Wenn beispielsweise ein grosser Strom von Verkaufsaufträgen, die von uninformatierten Händlern platziert werden, den Marktpreis unter den Fundamentalwert drückt, nehmen diese professionellen Anleger diese Verkaufsaufträge in ihre Portfolios auf; umgekehrt neigen sie als Reaktion auf grosse Kaufaufträge von «noise traders» dazu, ihre Bestände zu verkaufen oder sogar Leerverkäufe des Vermögenswerts zu tätigen. Wenn sie über längere Zeit «contrarian»-Strategien verfolgen, bauen sie Portfolios auf mit Long-Positionen in Aktien, die sich unterdurchschnittlich entwickeln, und Short-Positionen in Aktien, die sich überdurchschnittlich entwickeln. Sie zielen darauf ab, die Preiswenden auszunutzen, die auftreten sollten, wenn die Preisbewegungen auf vorübergehende Handelschocks durch «noise trading» zurückzuführen sind. Wie die traditionellen «market makers» tragen sie Bestandsrisiken, da das Ausmass und die Geschwindigkeit von Preisumkehrungen ungewiss sind, auch wenn die Preisumkehrungen, die sie ausnutzen, mit geringerer Häufigkeit stattfinden als diejenigen, von denen die traditionellen «market makers» profitieren. Und genau

²³ So machte beispielsweise der Subprime-Hypothekenmarkt, der die Finanzkrise 2008 auslöste, nur etwa 4% des gesamten US-Hypothekenmarktes aus (BRUNNERMEIER UND OEHMKE, 2012, S. 4).

²⁴ In der Literatur werden Blasen und Crashes im Allgemeinen auf Übertreibungen des Leverage-Zyklus zurückgeführt; vgl. hierzu z. B. ALLEN UND GALE, 2000; AKERLOF UND SHILLER, 2008; REINHART UND ROGOFF, 2009. Eine Ausnahme bildet die Technologieblase, die nicht durch Kredite angeheizt wurde, bevor sie im Jahr 2000 platzte. Sie führte zwar zu einer erheblichen Vermögensvernichtung, die Auswirkungen auf die Realwirtschaft blieben aber vergleichsweise gering (BRUNNERMEIER UND OEHMKE, 2012, S. 5).

wie bei den «market makers» trägt ihre Tätigkeit dazu bei, Fehlbewertungen, d.h. die Abweichung des Marktpreises von den Fundamentaldaten, die «noise trading» andernfalls hervorrufen würde, abzuschwächen oder deren Dauerhaftigkeit zu verringern.

Allerdings hängt die Fähigkeit der «market makers» und der Arbitrageure, Marktliquidität bereitzustellen, von ihrem Zugang zu Krediten ab. Diese benötigen sie,

- um grosse Verkaufsaufträge anderer Marktteilnehmer zu absorbieren, wenn diese ihren Bestand an Barmitteln übersteigen;
- um grosse Kaufaufträge anderer Marktteilnehmer zu absorbieren, die ihre Bestände an dem betreffenden Vermögenswert übersteigen, damit sie in der Lage sind, Leerverkäufe zu tätigen und zu finanzieren (FOUCAULT et al., 2024, S. 395).

Dabei ist der Bedarf an solcher Finanzierungsliquidität besonders wichtig, wenn die zu absorbierenden Aufträge korreliert sind.

Während die Arbitrage in normalen Zeiten gut funktioniert, stösst sie in Krisenzeiten an ihre Grenzen. BRUNNERMEIER UND PEDERSEN (2009) stellen ein Modell vor, das die Marktliquidität eines Vermögenswerts, d.h. die Leichtigkeit, mit der er gehandelt wird, und die Finanzierungsliquidität der Händler, d.h. die Leichtigkeit, mit der sie sich finanzieren können, miteinander verbindet. Händler stellen Marktliquidität bereit, und ihre Fähigkeit, dies zu tun, hängt von der Verfügbarkeit von Finanzmitteln ab. Umgekehrt hängt die Finanzierung der Händler, d.h. das Ausmass, in dem sie Kredite auf als Sicherheit eingebrachte Wertpapiere erhalten können, von der Marktliquidität der Vermögenswerte ab.

Dabei können zwei Formen von Liquiditätsspiralen entstehen, welche die Auswirkungen eines anfänglichen Auslösers verstärken.

- Die Verlustspirale wird durch den Verlust des Eigenkapitals von Händlern und Finanzinstituten in Krisenzeiten angetrieben. Ist der Auslöser beispielsweise ein grosser Strom von Verkaufsaufträgen, der von den Arbitrageuren nicht absorbiert werden kann, sinken die Preise der Wertschriften, welche die Händler und Finanzinstitute halten. Die Aktivseite der Bilanz verkürzt sich, entsprechend nimmt auf der Passivseite der Bilanz das Eigenkapital ab und zwar umso drastischer, je höher der Anteil der Fremdfinanzierung ist.
- Die Leveragespirale wirkt in erster Linie durch eine erhöhte Volatilität der Wertschriftenpreise in Krisenzeiten. Mit zunehmender Volatilität können Wertschriften weniger belehnt werden. Dieser Rückgang an Finanzierungsliquidität führt zu Notverkäufen, welche die Volatilität der Wertschriftennotierungen weiter erhöhen, den ursprünglichen Schock noch verschlimmern und die Belehnung der Wertschriften weiter verengen.

Die beiden Liquiditätsspiralen betreffen ein breites Spektrum risikobehafteter Vermögenswerte und können auf verschiedene Anleger übergreifen, was zu Ansteckungseffekten und dem Phänomen der Flucht in die Sicherheit führt. Ausserdem sind die beiden Liquiditätsspiralen oft gleichzeitig aktiv und verstärken sich gegenseitig.

Die Rückkopplungsschleife kann die Stabilität der Finanzmärkte bedrohen, nicht nur wegen des Ausmasses der Vermögenspreisänderungen, die sie auslösen kann, sondern auch, weil diese gleichzeitig die Bilanzen von «market makers», Arbitrageuren (z. B. Hedgefonds) und Banken beeinträchtigen. Da diese Finanzintermediäre in der Regel über ein Netz von Vertragsbeziehungen in verschiedenen Märkten miteinander verbunden sind, können sich diese destabilisierenden Auswirkungen über ihre ineinandergreifenden Bilanzen über die Intermediäre hinweg ausbreiten. In extremen Situationen kann der daraus resultierende Dominoeffekt die Stabilität des gesamten Finanzsystems gefährden (FOUCAULT et al., 2024, S. 396), was letztlich ein Eingreifen der Zentralbank erfordert, die als «lender of last resort» für notleidende Finanzintermediäre in Form einer ausserordentlichen Kreditausweitung und/oder massiver Anleihekäufe am offenen Markt auftritt (FOUCAULT et al., 2024, S. 419).

Die Befürchtung, dass Finanzkrisen zu realer Instabilität führen können und umgekehrt, hat in jüngster Zeit zu zahlreichen Forschungsarbeiten über makroprudenzielle Massnahmen geführt, die darauf abzielen, die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen zu verringern und/oder deren Folgen abzumildern (FOUCAULT et al., 2024, S. 424): makroprudenzielle Kapitalpuffer für Banken, Obergrenzen für Beleihungsquoten bei Immobilienkrediten, Mindestliquiditätsquoten und Rücknahmeverbote für Investmentfonds. Bei der Gestaltung der makroprudenziellen Politik geht es vor allem darum, die prozyklische Wirkung mikroprudenzieller Regeln zu vermeiden. So soll beispielsweise verhindert werden, dass die den Banken zur Sicherstellung ihrer Solvenz auferlegten Kapitalquoten diese veranlassen, mitten in einer schweren Rezession Vermögenswerte zu liquidieren und Kredite zurückzufordern.

4.5 Auswirkung auf die Vermögenswerte und die Kapitalkosten

Theoretische Modelle bestätigen im Allgemeinen, dass höhere Transaktionskosten, einschliesslich solcher, die durch Transaktionssteuern entstehen, mit niedrigeren Vermögenspreisen einhergehen (KUPIECIS, 1996; MCCRAE, 2002). Anleger, die höhere Kosten für den Erwerb oder die Veräusserung eines Wertpapiers zahlen müssen, verlangen eine höhere Rendite für das Halten des Wertpapiers und drücken so den Preis nach unten. Die Bewertungsprämie für Liquidität kann sehr hoch sein: Illiquide, privat gehaltene Unternehmen werden mit 20-25% weniger bewertet als vergleichbare börsennotierte Firmen (BLOCK, 2007).

MATHESON (2011, S. 39ff.) legt einen einfachen Modellrahmen für die Untersuchung der Auswirkungen einer Transaktionssteuer auf die Aktienkurse und die Kapitalkosten vor. Wird einmal pro Transaktion der Wertsteuersatz T erhoben, hängt der Wert eines Wertpapiers von der Haltedauer N , dem Diskontsatz r und der Wachstumsrate der Dividenden g ab. Die proportionale Verringerung des Wertes eines Wertpapiers durch die Einführung einer Wertschriften-transaktionssteuer, Δ , ist hier unter vereinfachenden Umständen gegeben durch:

$$\Delta = 1 - \frac{1 - e^{-(r-g) \cdot N}}{1 - (1 - T) \cdot e^{-(r-g) \cdot N}}$$

Diese Wertminderung nimmt mit T zu (wenn auch mit abnehmender Rate) und nimmt sowohl mit der Haltedauer N als auch mit der Differenz zwischen Diskontsatz und der Wachstumsrate der Dividenden $r-g$ ab.

Tabelle 3 Durch Wertschriftentransaktionssteuer bedingte Wertreduktion in Abhängigkeit der Haltedauer und des Steuersatzes

Steuersatz	Durchschnittliche Halteperiode in Jahren						
	0.10	0.25	0.5	1	2	3	10
0.01%	3.2%	1.3%	0.7%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%
0.05%	14.3%	6.2%	3.2%	1.6%	0.8%	0.5%	0.1%
0.10%	25.0%	11.7%	6.2%	3.2%	1.6%	1.1%	0.3%
0.25%	45.4%	24.9%	14.2%	7.6%	3.9%	2.6%	0.7%
0.50%	62.5%	39.9%	24.9%	14.1%	7.5%	5.0%	1.4%

Quelle: MATHESON (2011, S. 15)

Bei einer sehr kurzen Haltedauer (z. B. ein Tag) reduziert selbst der sehr niedrige Satz von einem Basispunkt den Wert der Wertpapiere um fast die Hälfte. Bei sehr langen Haltedauern (z. B. 10 Jahre) ist der Wertverlust selbst bei einer Steuer von 50 Basispunkten recht gering (1,4%).

2022 betrug die durchschnittliche Haltedauer von Aktien weltweit rund 6 Monate.²⁵ Eine Steuer von 0,01% auf Aktien mit dieser Umschlagshäufigkeit hätte eine relativ geringe Auswirkung: Ihr Marktwert würde um 0,7% Prozent sinken und ihre Kapitalkosten um etwa 2 Basispunkte steigen; eine Steuer von 0,1% würde ihren Wert um 6,2% Prozent verringern und ihre Kapitalkosten um etwa 20 Basispunkte erhöhen. Bei Aktien mit geringerer Kapitalisierung, die eine grössere Geld-Brief-Spanne und eine längere durchschnittliche Haltedauer aufweisen, wären diese Auswirkungen geringer.

Indem die Wertschriftentransaktionssteuer die Transaktionskosten erhöht, würde sie die durchschnittliche Haltedauer von Wertpapieren verlängern, insbesondere bei Wertpapieren mit anfänglich engen Geld-Brief-Spannen, wie z. B. bei Aktien mit hoher Marktkapitalisierung. Dies würde die Auswirkungen der Steuer auf den Wert der Wertpapiere und die Kapitalkosten verringern.

Da Unternehmensanleihen in der Regel weniger häufig gehandelt werden als Aktien, dürften die Auswirkungen einer Transaktionssteuer auf die Fremdkapitalkosten von Unternehmen geringer sein als die Auswirkungen auf Aktien (MATHESON, 2011, S. 15).

Empirische Studien über die Auswirkungen von Wertschriftentransaktionssteuern auf die Finanzmärkte bestätigen im Allgemeinen die theoretische Annahme, dass sie die Preise von Vermögenswerten senken. UMLAUF (1993) stellt fest, dass die Einführung einer einprozentigen Steuer auf Aktiengeschäften in Schweden im Jahr 1983 an der Stockholmer Börse in den 30 Tagen vor der Einführung der Steuer zu einem Marktrückgang von etwa 5,3% führte. HU (1998), der 14 verschiedene Änderungen der Börsenumsatzsteuer in Hongkong, Japan, Korea und Taiwan im Zeitraum 1975-1994 untersuchte, kommt zum Ergebnis, dass ein durchschnittlicher Anstieg der Transaktionskosten (einschliesslich des Steuersatzes) um 23% einen sofortigen Rückgang der täglichen Markttrenditen um 1% bewirkt. Auf der Grundlage einer Überprüfung der Literatur schätzen SCHWERT UND SEGUIN (1993), dass die Einführung einer Wertschriftentransaktionssteuer von 0,5% in den USA die Kapitalkosten zwischen 10 und 180 Basispunkte erhöhen würde. BOND et al. (2004) stellen fest, dass die 1986 eingeführte 50-prozentige Senkung der britischen Stempelsteuer die Aktienkurse erhöht hat, insbesondere bei Aktien mit hoher Umschlagshäufigkeit. Sie sagen voraus, dass die Abschaffung der verbleibenden 50 Basispunkte der Stempelsteuer die Aktienkurse zwischen 2,5 und 6,3 Prozent steigen lassen würde, wobei dies negativ von der Dividendenrendite und positiv vom Börsenumsatz abhängt. OXERA (2007) kommt für das gleiche Szenario auf einen geschätzten Anstieg der Aktienkurse um 7,2% und eine Senkung der Kapitalkosten um 66 bis 80 Basispunkte.

Nach dem Modell von MATHESON (2011, S. 39ff.) erhöht die Transaktionssteuer die Kapitalkosten in Abhängigkeit von der Haltedauer N und dem Steuersatz T um (T/N) . Beträgt die durchschnittliche Haltedauer einer Wertschrift ein Jahr, entsprechen die Auswirkungen auf die Kapitalkosten demzufolge dem Steuersatz. Entsprechend den Werten in Tabelle 4 sind sie bei Wertschriften mit einer kürzeren Haltedauer höher und bei solchen mit einer längeren Haltedauer niedriger.

²⁵ Bezogen auf die Börsen, die Mitglieder der World Federation of Exchanges (WFE) sind, sowie die Börsen der London SE Group. 1980 betrug die durchschnittliche Haltedauer noch 9,7 Jahre. Diese fiel 1990 und 2000 auf 0,6 Jahre. Krisenzeiten weisen eine besonders kurze Haltedauer auf – im Jahr 2008 wurden Aktien im Durchschnitt bereits nach 0,3 Jahren wieder abgestossen. Quelle: Statista.

Tabelle 4 **Durch Wertschriftentransaktionssteuer bedingte Erhöhung der Kapitalkosten in Prozentpunkten**

Steuersatz	Durchschnittliche Halteperiode in Jahren						
	0.10	0.25	0.5	1	2	3	10
0.01%	0.10	0.04	0.02	0.01	0.01	0.00	0.00
0.05%	0.50	0.20	0.10	0.05	0.03	0.02	0.01
0.10%	1.00	0.40	0.20	0.10	0.05	0.03	0.01
0.25%	2.50	1.00	0.50	0.25	0.13	0.08	0.03
0.50%	5.00	2.00	1.00	0.50	0.25	0.17	0.05

Quelle: MATHESON (2011, S. 15)

4.6 Auswirkungen auf die Ersparnisbildung und die Risikobereitschaft

Wie Vermögenseinkommenssteuern senken Transaktionssteuern die Rendite von Ersparnissen und können daher entweder den aktuellen Konsum fördern, indem sie die relativen Kosten des zukünftigen Konsums erhöhen, oder den aktuellen Konsum aufgrund des geringeren Vermögens verringern. Ihre Nettoauswirkungen auf die Ersparnis hängen vom relativen Ausmass dieser Substitutions- und Einkommenseffekte ab (LI, 2009).

Eine Besteuerung des tatsächlich erzielten Einkommens, d.h. der Kapitalerträge und Kapitalgewinne sowie des vollen Ausgleichs allfälliger Kapitalverluste, verringert die Volatilität der Nachsteuerrenditen. Dadurch stärkt sie die Fähigkeit der Anleger, Risiken zu tragen. Demgegenüber mindert eine Wertschriftentransaktionssteuer diese Fähigkeit, weil diese unabhängig von der erwirtschafteten Rendite auferlegt wird.²⁶

Die Wertschriftentransaktionssteuer schafft eine «No-Trade-Zone», innerhalb derer die Anleger auf Änderungen der erwarteten Renditen nicht mit einer Umschichtung ihrer Portfoliopositionen reagieren, weil der erwartete Nettogewinn daraus geringer ist als die anfallenden Transaktionskosten. Dabei unterdrücken die Transaktionskosten insbesondere den kurzfristig ausgerichteten Handel, weil sich bei längerem Anlagehorizont die Transaktionskosten für den Aufbau einer Anlageposition über einen längeren Zeitraum amortisieren, wodurch sie im Verhältnis zu den Portfoliorenditen geringer ausfallen. CONSTANTINIDES (1986) zeigt, dass eine transaktionskostenbedingte²⁷ Ausweitung der «No-Trade-Zone» die optimale Portfolioallokation – analog wie bei einer Zunahme der Risikoaversion – in Richtung eines höheren Anteils risikoloser Vermögenswerte lenkt. Diese Reduktion der Risikobereitschaft reduziert die Investitionstätigkeit und damit längerfristig den zukünftigen Kapitalstock einer Volkswirtschaft.

5 Die Debatte über Finanztransaktionssteuern

Seit der Finanzkrise 2008 fand eine lebhafte Debatte über Finanztransaktionssteuern statt. Dabei kreiste die schweizerische Debatte um die Abschaffung der Finanztransaktionssteuern in Form der bestehenden Stempelabgaben (Ziffer 5.1), während die Diskussion in der G20 und der EU mit umgekehrten Vorzeichen im Sinne der Einführung einer Wertschriftentransaktionssteuer geführt wurde (Ziffer 5.2). Dabei ging es namentlich auch um die Frage, ob eine Finanztransaktionssteuer EU-weit oder in Teilen der EU koordiniert eingeführt werden soll.

²⁶ Aus dem gleichen Grund schneidet die Wertschriftentransaktionssteuer auch unter dem Leistungsfähigkeitsprinzip schlechter ab.

²⁷ Eine Transaktionssteuer wirkt gleichermassen wie eine anderweitig bedingte Erhöhung der Transaktionskosten.

5.1 Schweizerische Debatte über die Abschaffung der Stempelabgaben

5.1.1 Die Abschaffungsdiskussion im Rahmen der Pa. Iv. 09.503

Die Stempelabgaben sind umstritten. Im Jahr 2009 reichte die FDP-Liberale Fraktion die Pa. Iv. 09.503 «Stempelsteuer schrittweise abschaffen und Arbeitsplätze schaffen» ein, welche die Stempelabgaben schrittweise integral abschaffen wollte. Das Parlament beriet diese Vorlage von 2009 bis 2021.

Im Laufe der Beratungen wurde dieses Geschäft in drei Teilprojekte aufgespalten:

- Entwurf 1: Abschaffung Emissionsabgabe;
- Entwurf 2: Abschaffung Umsatzabgabe auf inländischen Wertschriften und auf ausländischen Obligationen mit einer Restlaufzeit von weniger als einem Jahr sowie die Abschaffung der Abgabe auf Lebensversicherungen;
- Entwurf 3: Abschaffung Umsatzabgabe auf den übrigen ausländischen Wertschriften sowie der Abgabe auf Sach- und Vermögensversicherungen.

Entwurf 1

Betreffend die Abschaffung der Emissionsabgabe auf Eigenkapital gaben die zuständigen Kommissionen in den Jahren 2010 und 2011 der Initiative Folge. Die WAK-N erarbeitete 2012 den Entwurf 1 und beauftragte das EFD, eine Vernehmlassung durchzuführen. Diese dauerte vom 7. Februar bis zum 10. Mai 2012.

Da die Emissionsabgabe auf Fremdkapital (Anleihen) bereits in der «Too-big-to-fail»-Vorlage (11.028) per 1. März 2012 abgeschafft wurde, verblieb im Entwurf 1 nur noch die Abschaffung der Emissionsabgabe auf Eigenkapital.

Die WAK-N beschloss am 12. November 2012, dem Rat ihren ursprünglichen Vernehmlassungsentwurf zu unterbreiten. Der Bundesrat nahm am 23. Januar 2013 zu diesem Gesetzesentwurf Stellung. Im Grundsatz begrüsst er die Abschaffung der Emissionsabgabe auf Eigenkapital, plädierte damals jedoch für eine Berücksichtigung dieser Massnahme in der kommenden Unternehmenssteuerreform III (15.049).

National- und Ständerat stimmten der Abschaffung der Emissionsabgabe auf Eigenkapital (Entwurf 1) schliesslich in der Schlussabstimmung vom 18. Juni 2021 zu.

Linke Organisationen unter Führung der Sozialdemokratischen Partei der Schweiz ergriffen gegen die Vorlage betreffend Entwurf 1 das Referendum. Das Referendumskomitee bemängelte insbesondere, dass dies eine weitere steuerliche Bevorzugung von Grosskonzernen sei. Und gerade im Kontext der Corona-Krise wäre der Ausfall der 250 Millionen Franken Steuereinnahmen pro Jahr für die Allgemeinheit nicht verkraftbar. Die Vorlage wurde in der Volksabstimmung vom 13. Februar 2022 mit 62,7% Nein-Stimmen abgelehnt.

Entwürfe 2 und 3

Entwurf 2 wurde gemeinsam mit dem Entwurf 3 in die Vernehmlassung geschickt, die vom 16. Januar 2020 bis zum 23. April 2020 stattfand. Die Kommission nahm an ihrer Sitzung vom 17. August 2020 den Entwurf 2 definitiv an, verabschiedete ihn zuhanden ihres Rates und legte den Entwurf dem Bundesrat zur Stellungnahme vor. Der Bundesrat nahm am 18. November 2020 Stellung zum Entwurf 2 und beantragte Nichteintreten, weil er dem Entwurf 1 des Geschäftes 09.503, also der Abschaffung der Emissionsabgabe auf Eigenkapital, höhere Priorität einräumte. Er erwähnte in seiner Stellungnahme auch, dass er in der Botschaft zur Revision des Verrechnungssteuergesetzes auch die Abschaffung der Umsatzabgabe auf inländischen Obligationen beantragen werde. Der Nationalrat beschloss am 30. September 2021, der Kommissionsminderheit folgend, auf Entwurf 2 nicht einzutreten.

Bereits zuvor, am 17. August 2021, hatte die WAK-N einstimmig beschlossen, ihre Arbeiten zum Entwurf 3 definitiv einzustellen. Dieser Beschluss musste dem Nationalrat nicht mehr vorgelegt werden. Die Kommissionsmitglieder, die den Entwurf 3 zuvor unterstützt hatten, waren der Auffassung, dass die Abschaffung dieser Abgaben nach wie vor wünschenswert sei, nun aber anderen Dossiers wie der Verrechnungssteuerreform oder der Abschaffung der Emissionsabgabe Vorrang einzuräumen sei.

5.1.2 Position des Bundesrates zur Abschaffung der Stempelabgaben

Der Bundesrat hat seine Position zur Abschaffung der Stempelabgaben zuletzt am 18. November 2020 im Rahmen seiner Stellungnahme zum Entwurf 2 der Pa. Iv. 09.503 der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates formuliert: Er unterstützte im Bereich der Stempelabgaben die Abschaffung der Emissionsabgabe und schlug im Rahmen der Botschaft (21.024) zur «Änderung des Verrechnungssteuergesetzes. Stärkung des Fremdkapitalmarktes» zudem die Abschaffung der Umsatzabgabe auf inländischen Obligationen vor, die jedoch in der Volksabstimmung vom 25. September 2022 mit 52,0% Nein-Stimmen abgelehnt wurde. Weitergehende Abschaffungsschritte im Bereich der Stempelabgaben lehnte der Bundesrat damals aus finanziellen Gründen ab, da die Einnahmen aus der Umsatzabgabe für den Bundeshaushalt immer noch gewichtig seien.

5.2 Internationale Debatte

5.2.1 Diskussion in der G20

Im Zuge der globalen Finanzkrise 2008 rückte die Frage der Besteuerung des Finanzsektors erneut in den Blickpunkt. Dabei ging es in erster Linie um die Frage, wie der Finanzsektor einen Beitrag leisten könnte, um die mit den staatlichen Interventionen zur Sanierung des Bankensystems verbundenen Belastungen zu tragen, und in zweiter Linie auch um die Korrektur einer allfälligen Unterbesteuerung der Finanzdienstleistungen im Rahmen der Mehrwertsteuer (CANNAS et al., 2014, S. 2; PEKANOV UND SCHRATZENSTALLER, 2019, S. 18).

Im Juni 2010 veröffentlichte der Internationale Monetary Fund (IMF, 2010) einen Bericht mit dem Titel «A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector», der von den Staats- und Regierungschefs der G20 auf ihrem Treffen in Pittsburgh 2009 zur Vorbereitung ihres Gipfels in Toronto im Juni 2010 angefordert wurde (MATHESON, 2011, S. 4; PEKANOV UND SCHRATZENSTALLER, 2019, S. 18). Der IMF verfolgte einen dualen Ansatz: Erstens empfahl er die «financial stability contribution» (FSC), d.h. die Erhebung von Abgaben auf Finanzinstitutionen, um im Falle künftiger Ausfälle und Krisen für die Abwicklung von in Schwierigkeiten geratenen Institutionen aufzukommen. Zweitens untersuchte er die Möglichkeit, Einnahmen aus den Aktivitäten des Sektors im Allgemeinen zu erzielen. Der Bericht erwog den möglichen Einsatz von Finanztransaktionssteuern für den letztgenannten Zweck, sprach sich aber letztlich für eine Finanzaktivitätssteuer aus, die auf die Summe der Gewinne und Löhne von Finanzinstituten erhoben wird, wobei die Definition variiert. Der Bericht schloss jedoch die Verwendung von Finanztransaktionssteuern für andere Zwecke nicht aus (MATHESON, 2011).

Die Staats- und Regierungschefs der G20 konnten sich nicht auf eine international koordinierte Einführung einer Finanztransaktionssteuer einigen: Auf dem Gipfeltreffen in Toronto im Jahr 2010 erklärten die Staats- und Regierungschefs der G20, dass eine globale Steuer auf den Finanzsektor keine Option mehr sei, die auf globaler Ebene verfolgt werden sollte, sondern dass die einzelnen Länder entscheiden sollten, ob sie den Finanzsektor unilateral besteuern wollen (PEKANOV UND SCHRATZENSTALLER, 2019, S. 18).

5.2.2 Diskussion in der EU

Die Europäische Kommission begann 2010 parallel zu den Diskussionen auf G20-Ebene mit der Prüfung verschiedener Optionen zur Besteuerung des Finanzsektors (EUROPÄISCHE KOMMISSION, 2010a, 2010b). Diese Initiativen wurden vom Europäischen Parlament nachdrücklich unterstützt, das im März 2010 eine Resolution verabschiedete, in der es die Europäische Kommission aufforderte, rechtzeitig vor dem nächsten G20-Gipfel eine Regulierungsfolgenabschätzung für eine globale Finanztransaktionssteuer auszuarbeiten und die Möglichkeiten zu prüfen, die Einnahmen aus einer Finanztransaktionssteuer zur Finanzierung des EU-Haushalts und als innovative Finanzierungsmechanismen zur Unterstützung der Anpassung an den Klimawandel und dessen Eindämmung in Entwicklungsländern sowie zur Finanzierung der Entwicklungszusammenarbeit zu verwenden (PEKANOV UND SCHRATZENSTALLER, 2019, S. 19).

Die Europäische Kommission stellte 2011 das Konzept einer EU-weiten, breit angelegten allgemeinen Finanztransaktionssteuer vor, die 2014 eingeführt werden sollte (Europäische Kommission, 2011). Der Vorschlag sah einen Steuersatz von 0,2% auf Aktien und Anleihen vor, wobei jeweils 0,1% auf den Käufer und auf den Verkäufer entfallen sollten. Für Derivate auf Aktien und Anleihen war ein Steuersatz von 0,02% auf dem Nominalwert (je 0,01% bei Kauf und Verkauf) vorgesehen. Devisentransaktionen auf dem Kassamarkt und andere Transaktionen mit Derivaten sowie typische Finanztransaktionen von Kleinsparern, wie Darlehen, Hypotheken, Versicherungsverträge und Kreditkartentransaktionen, sollten unbesteuert bleiben, da die Steuer auf professionelle Finanzmarktakteure, insbesondere Banken, Versicherungsgesellschaften, Fonds und Hedgefonds, abzielte (PEKANOV UND SCHRATZENSTALLER, 2019, S. 19). Die potenziellen Einnahmen aus der Steuer schätzte die Kommission auf 57 Milliarden EUR. Die Einnahmen aus der Finanztransaktionssteuer sollten als neue Einnahmequelle zur Finanzierung des EU-Haushalts verwendet werden.

Als Argumente für die Finanztransaktionssteuer führte die Europäische Kommission an, dass diese zur Stabilisierung des Finanzsektors beitrage, einen angemessenen Beitrag der Finanzinstitute zur Deckung der Krisenkosten sicherstelle und die Mehrwertsteuerbefreiung für Finanzdienstleistungen teilweise kompensiere (PEKANOV UND SCHRATZENSTALLER, 2019, S. 19). Darüber hinaus würde sie eine gewisse Konvergenz der in einer Reihe von Mitgliedstaaten angewandten landesspezifischen Finanztransaktionssteuern bewirken und damit bestehende Verzerrungen auf dem europäischen Binnenmarkt beseitigen (PEKANOV UND SCHRATZENSTALLER, 2019, S. 19).

Da das Vereinigte Königreich, Schweden, Bulgarien und die Tschechische Republik diesen Vorschlag vehement ablehnten, konnte die in Steuerangelegenheiten erforderliche Einstimmigkeit nicht erreicht werden. Die Europäische Kommission schlug daher 2012 die Einführung der Finanztransaktionssteuer über das Instrument der verstärkten Zusammenarbeit vor, welches die Beteiligung von mindestens 9 Mitgliedstaaten erfordert. Ende 2012 schlossen sich 11 Mitgliedstaaten zusammen, um die Einführung einer Finanztransaktionssteuer im Rahmen der verstärkten Zusammenarbeit voranzutreiben.²⁸ Diese Länder beschlossen, auf der Grundlage des ursprünglichen Vorschlags der Europäischen Kommission eine Einigung über die Einführung eines gemeinsamen Systems der Finanztransaktionssteuer im Rahmen der verstärkten Zusammenarbeit anzustreben, ohne die Tatsache ausser Acht zu lassen, dass dieser Ansatz zu erheblicher Steuervermeidung, Verzerrungen und Verlagerungen des Finanzsektors in andere, nicht besteuernde Länder führen könnte (PEKANOV UND SCHRATZENSTALLER, 2019, S. 19). Anfang 2013 veröffentlichte die Europäische Kommission einen leicht geänderten Vorschlag, der Einnahmen zwischen 30 und 35 Milliarden EUR bringen sollte (EUROPÄISCHE KOMMISSION, 2013).

²⁸ Belgien, Deutschland, Estland, Frankreich, Griechenland, Italien, Österreich, Portugal, Slowakische Republik, Slowenien und Spanien.

In Bezug auf den Geltungsbereich wurde das Ansässigkeitsprinzip durch das Emissionsprinzip ergänzt. Steuerbar wären (i) Transaktionen mit Beteiligung einer Finanzinstitution mit Sitz innerhalb des (EU-)Geltungsraums gewesen, unabhängig vom Transaktionsort, z. B. wenn die Deutsche Bank an der New Yorker Börse Aktien kauft, und (ii) Transaktionen innerhalb des (EU-)Geltungsraums, unabhängig von der Ansässigkeit der beteiligten Parteien, z. B. wenn ein US-Investor an der Frankfurter Börse Aktien kauft (FUNKE et al., 2020, S. 15).

Im Mai 2014 einigten sich alle teilnehmenden Länder, mit Ausnahme von Slowenien, auf eine progressive Steuer auf Transaktionen mit Wertpapieren und ausgewählten Derivaten, die 2016 eingeführt werden sollte (PEKANOV UND SCHRATZENSTALLER, 2019, S. 20). Ende 2015 kündigte Estland nach mehreren ergebnislosen Verhandlungsrunden an, die «Koalition der Willigen» zu verlassen und vollzog diesen Schritt formell im März 2016.

In den EU-Diskussionen wurden verschiedene Vorschläge zur Verwendung der Steuereinnahmen unterbreitet. Die Initiative der «Koalition der Willigen» sah vor, die Einnahmen in die nationalen Haushalte zu leiten, um sie für die Haushaltskonsolidierung und/oder die Senkung anderer Steuern zu verwenden (PEKANOV UND SCHRATZENSTALLER, 2019, S. 20).

Im Dezember 2018 schlugen Deutschland und Frankreich vor, die Diskussion in der Gruppe der verbleibenden 10 willigen EU-Mitgliedstaaten auf eine Finanztransaktionssteuer zu konzentrieren, die auf dem Konzept der 2012 in Frankreich eingeführten Finanztransaktionssteuer basiert (PEKANOV UND SCHRATZENSTALLER, 2019, S. 20).

Tabelle 5 fasst die verschiedenen Vorschläge für eine EU-Wertschriftentransaktionssteuer zusammen.

Tabelle 5	Vorschläge für eine EU-Wertschriftentransaktionssteuer im Vergleich		
	EU-Kommission (2011)	EU-Kommission (2013)	Vorschlag Deutschland / Frankreich (2019)
Besteuerungsprinzipien			
Internationale Kooperation	EU27	EU11 (10)	EU10
Ansässigkeitsprinzip	Ja	Ja	Nein
Emissionsprinzip	Nein	Ja	Ja
Instrumente / Steuersätze			
Aktien	0,2% (je 0,10% für Käufer und Verkäufer)	0,2% (je 0,10% für Käufer und Verkäufer)	0,2% (je 0,10% für Käufer und Verkäufer, sofern Marktkapitalisierung > 1 Mrd. Euro)
Anleihen	0,2% (je 0,10% für Käufer und Verkäufer)	0,2% (je 0,10% für Käufer und Verkäufer)	Nein
Derivate	0,02% (je 0,01% für Käufer und Verkäufer)	0,02% (je 0,01% für Käufer und Verkäufer)	Nein
Erfassung des			
«market making»	Ja	Ja	Nein
Hochfrequenzhandel	Ja	Ja	Nein
OTC-Handel	Ja	Ja	Nein

Quelle: In Anlehnung an Funke et al. (2017 S. 15)

Parallel zur EU-Debatte, die selbst unter den zehn Willigen bis heute keine koordinierte Lösung hervorgebracht hat, führten Frankreich und Italien, die ihre Finanztransaktionssteuer kurz nach Ausbruch der Finanzkrise 2008 abgeschafft hatten, 2012 bzw. 2013 eine nationale Finanztransaktionssteuer ein (PEKANOV UND SCHRATZENSTALLER, 2019, S. 20). Spanien folgte 2021.

5.3 Unilaterale versus multilateral koordinierte Finanztransaktionssteuern

Die grösste Herausforderung mit Blick auf die Einführung einer Finanztransaktionssteuer ist, dass die Finanzmärkte international agieren und die Einführung einer solchen Steuer durch einzelne Länder zu einer Verlagerung der Aktivitäten in andere Länder führen kann. Dies betrifft namentlich die Devisen- und die Wertschriftentransaktionssteuer im Sekundärmarkt. Bei

einer Wertschriftentransaktionssteuer im Primärmarkt oder einer Banktransaktionssteuer im Zinsdifferenzgeschäft sind die unilateralen Handlungsspielräume wegen der geringeren grenzüberschreitenden Mobilität der Steuerbasen grösser. Um steuermotivierte Ausweichreaktionen zu vermeiden, welche sowohl die Steuereinnahmen, als auch eine allfällige Lenkungswirkung untergraben, fordern die Befürworter von Finanztransaktionssteuern konsequenterweise oftmals eine internationale Koordination der Besteuerung; sei es, dass sie die Auswirkung der Lenkungswirkung der Steuer positiv beurteilen, sei es aus fiskalischen Interessen.

Wie die Ausführungen in Ziffer 5.2 gezeigt haben, sind solche Bemühungen bisher erfolglos geblieben. Dies kann daran liegen, dass eine Mehrheit der Staaten die Lenkungswirkung der Steuer negativ beurteilt oder dass einige Staaten durch eine international koordinierte Lösung ihre fiskalischen Interessen verletzt sehen. Letzteres wäre etwa der Fall, wenn Staaten mit einem starken Finanzplatz befürchten, mit ihrem Anteil am Steueraufkommen einer international koordinierten Lösung weniger Steuereinnahmen zu erzielen als mit ihren bestehenden, nationalen Wertschriftentransaktionssteuern.

Im Folgenden geht die Analyse in diesem Bericht davon aus, dass Finanztransaktionssteuern jeweils unilateral implementiert werden.

6 Wertschriftentransaktionssteuern im Primärmarkt

Nachdem die Emissionsabgabe auf Obligationen und Geldmarktpapieren per 1.3.2012 abgeschafft wurde, beschränkt sich der Steuergegenstand der Emissionsabgabe derzeit auf die entgeltliche oder unentgeltliche Begründung und Erhöhung des Nennwerts von Beteiligungsrechten an inländischen Kapitalgesellschaften und Genossenschaften (Art. 5 Abs. 1 des Bundesgesetzes vom 27. Juni 1973 über die Stempelabgaben (StG)²⁹).

6.1 Die schweizerische Emissionsabgabe auf inländischen Beteiligungsrechten

6.1.1 Gegenstand der Abgabe (Art. 5 StG)

Gegenstand der Abgabe sind die entgeltliche oder unentgeltliche Begründung und Erhöhung des Nennwerts von Beteiligungsrechten (Art. 5 Abs. 1 StG). Diese können in Form von Aktien, Stammeinlagen von Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Genossenschaftsanteilen, Genuss- und Partizipationsscheinen ausgestaltet sein.

Die Emissionsabgabe ist daher insbesondere geschuldet, wenn eine neue Kapitalgesellschaft oder Genossenschaft mit Sitz in der Schweiz gegründet wird oder deren Kapital erhöht wird.

Im Weiteren fällt eine Emissionsabgabe bei Zuschüssen und in Fällen des Mantelhandels an (Art. 5 Abs. 2 StG). Zuschüsse sind Leistungen der Gesellschafter oder Genossenschafter ohne entsprechende Gegenleistung. Man spricht dabei von verdeckten Kapitaleinlagen, weil das im Handelsregister eingetragene Gesellschaftskapital oder der einbezahlte Genossenschaftsanteil nicht verändert werden. Der Mantelhandel wird umschrieben als Handwechsel der Mehrheit der Aktien, Stamm- oder Genossenschaftsanteile einer Gesellschaft oder Genossenschaft, welche wirtschaftlich liquidiert oder in liquide Form gebracht worden ist.

Es muss sich immer um Aktien oder Gesellschaftsanteile handeln, die von inländischen (oder liechtensteinischen) Gesellschaften ausgegeben werden. Inländer im Sinne des StG ist, wer in der Schweiz (oder in Liechtenstein) als natürliche Person Wohnsitz oder dauernden Aufenthalt bzw. als Gesellschaft oder Genossenschaft statutarischen oder gesetzlichen Sitz hat oder

²⁹ SR 641.10

als Unternehmen im inländischen Handelsregister eingetragen ist (Art. 4 StG). Letzteres kann beispielsweise im Handelsregister eingetragene inländische Zweigniederlassungen ausländischer Unternehmen betreffen.

6.1.2 Abgabebefreiungen (Art. 6 StG)

Verschiedene Sachverhalte im Zusammenhang mit der Begründung von Beteiligungsrechten sind von der Emissionsabgabe ausgenommen (Art. 6 Abs. 1 StG). Diese Ausnahmen dienen einerseits dazu, die doppelte Erhebung der Emissionsabgabe auf dem gleichen Substrat zu verhindern (Art. 6 Abs. 1 Bst. a^{bis}, d, g und i StG). Darüber hinaus bestehen andererseits verschiedene wirtschafts- und sozialpolitisch motivierte Abgabebefreiungen.

Abgabebefreiungen zugunsten der öffentlichen Hand bzw. öffentlich finanzierter Unternehmen bestehen für Beteiligungsrechte:

- an Gesellschaften, die ausschliesslich in öffentlicher Hand sind und dem öffentlichen Zweck dienen, die Zusammenarbeit unter Behörden verschiedener Gemeinwesen und mit Dritten beim Einsatz, Ausbau und der Weiterentwicklung elektronischer Mittel zur Unterstützung der Erfüllung von Behördenaufgaben zu verbessern (Bst. a^{ter});
- an Transportunternehmen, die aus Investitionsbeiträgen der öffentlichen Hand zu deren Gunsten begründet oder erhöht werden (Bst. c).

Abgabebefreiungen im Zusammenhang mit Sanierungen existieren für:

- Beteiligungsrechte, die zur Übernahme eines Betriebes oder Teilbetriebes einer Gesellschaft oder Genossenschaft begründet oder erhöht werden, sofern gemäss letzter Jahresbilanz die Hälfte des Kapitals und der gesetzlichen Reserven dieser Gesellschaft oder Genossenschaft nicht mehr gedeckt ist (Bst. j);
- die bei offenen Sanierungen vorgenommene Begründung von Beteiligungsrechten oder die Erhöhung von deren Nennwert bis zur Höhe vor der Sanierung sowie Zuschüsse von Gesellschaftern oder Genossenschaftern bei stillen Sanierungen, soweit:
 - bestehende Verluste beseitigt werden, und
 - die Leistungen der Gesellschafter oder Genossenschafter gesamthaft 10 Millionen Franken nicht übersteigen (Bst. k);
- Beteiligungsrechte an Banken oder Konzerngesellschaften von Finanzgruppen, die unter Verwendung des von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht im Hinblick auf die regulatorischen Erfordernisse genehmigten Wandlungskapitals nach den Artikeln 13 Absatz 1 oder 30b Absatz 7 Buchstabe b des Bundesgesetzes vom 8. November 1934 über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG)³⁰ begründet oder erhöht werden (Bst. l).

Sozialpolitische Zielsetzungen stehen hinter der Abgabebefreiung für:

- Beteiligungsrechte an Gesellschaften oder Genossenschaften, die sich gemeinnützigen Zwecken oder der Beschaffung von Wohnungen zu mässigen Mietzinsen oder der Gewährung von Bürgschaften widmen (Bst. a).

Teils aus Gründen der Erhebungswirtschaftlichkeit der Steuer und teils zur KMU-Förderung sieht die Emissionsabgabe überdies einen Freibetrag von 1 Million Franken vor (Bst. b und h).

6.1.3 Abgabeschuldner (Art. 10 Abs. 1 StG)

Abgabepflichtig für die Emissionsabgabe auf Beteiligungsrechten ist die emittierende Gesellschaft oder Genossenschaft. Im Falle eines Handwechsels der Mehrheit von Beteiligungsrechten haftet der Veräusserer solidarisch.

³⁰ SR 952.0

6.1.4 Steuersatz und Berechnungsgrundlage (Art. 8 und 9 StG)

Der Abgabesatz beträgt 1% (Art. 8 Abs. 1).³¹ Er wird berechnet:

- bei der Begründung und Erhöhung von Beteiligungsrechten auf dem Betrag, welcher der Gesellschaft oder Genossenschaft als Gegenleistung für die Beteiligungsrechte zufließt, mindestens jedoch vom Nennwert;
- auf Zuschüssen auf dem Betrag des Zuschusses;
- beim Handwechsel der Mehrheit von Beteiligungsrechten auf dem Reinvermögen, das sich im Zeitpunkt des Handwechsels in der Gesellschaft oder Genossenschaft befindet, mindestens jedoch vom Nennwert.

Auf den Beträgen, die der Gesellschaft im Rahmen eines Kapitalbandes nach den Artikeln 653s ff. des Obligationenrechts³² zufließen, bzw. von den Einzahlungen, die während eines Geschäftsjahres auf das Genossenschaftskapital gemacht werden, wird die Abgabe nur soweit erhoben, als diese die Rückzahlung im Rahmen dieses Kapitalbandes der Gesellschaft bzw. die Rückzahlungen auf dem Genossenschaftskapital während des gleichen Geschäftsjahres übersteigen (Art. 9 Abs 2 und 3 StG).

Für einige wenige Sachverhalte sind abweichende Steuersätze vorgesehen.

6.2 Auswirkungen und deren Bewertung

Da zu Wertschriftentransaktionssteuern im Primärmarkt kein Lenkungsziel besteht, kann diesbezüglich die Diskussion auf das Fiskalziel beschränkt werden. Dabei zeigt sich ein klares Ergebnis: Die Emissionsabgabe auf Eigenkapital weist keine Vorteile gegenüber anderen Steuern auf, die darauf abzielen, Vermögenseinkommen zu belasten. Unter dem traditionellen finanzwissenschaftlichen Ansatz ist dies der Fall, weil sie der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der Eigenkapitalgeber keine Beachtung schenkt. Im Rahmen des Optimalsteuertheorie-Ansatzes fallen ihre Nachteile im Hinblick auf das Standort- und das Effizienzziel ins Gewicht.

6.2.1 Standortziel

Aus Sicht der Attraktivität des Unternehmensstandortes Schweiz, die in diesem Zusammenhang verstanden wird als die Fähigkeit, mobiles Kapital in die Schweiz zu lenken und der Abwanderung mobilen Kapitals entgegenzuwirken, wirkt die Emissionsabgabe auf Eigenkapital je nach Unternehmenstyp unterschiedlich. Während diesbezüglich bei den KMU kein gravierendes Problem besteht, sieht die Situation bei grossen Unternehmen, die in ihrer Standortwahl freier sind, anders aus. Die Abgabe auf Beteiligungsrechten wirkt sich hier im Wettbewerb um den Zuzug von Gesellschaften mit sehr grossem Kapital und Konzernzentralen nachteilig aus, weil sie die effektive durchschnittliche Steuerbelastung erhöht.

Unter dem Standortziel erweist sich auch als Nachteil, dass im internationalen Verhältnis ausländische Staaten, welche die Anrechnungsmethode verwenden, zwar die Schweizer Gewinnsteuer, nicht aber die in der Schweiz entrichtete Emissionsabgabe auf Beteiligungsrechten auf die Steuerschuld anrechnen.

6.2.2 Effizienzziel

Die Emissionsabgabe auf Beteiligungsrechten verteuert die Beschaffung von neuem Eigenkapital. Wird eine Grenzinvestition³³ ganz oder teilweise mit neuem Eigenkapital finanziert, so

³¹ Für einige wenige Sachverhalte sieht Art 9 Abs. 1 StG abweichende Steuerermasse vor.

³² SR 220

³³ Eine Grenzinvestition ist gerade so rentabel, dass die Investoren indifferent sind, ob das Investitionsprojekt realisiert werden soll oder nicht.

erhöht die Abgabe die effektive marginale Steuerbelastung auf dieser Investition. Dies führt dazu, dass ein Teil der ohne Steuer noch rentablen Investitionsprojekte steuerbedingt unrentabel werden. Entsprechend geht das Investitionsvolumen zurück. Dieser Effekt tritt auch bei einer Besteuerung des Vermögenseinkommens auf Unternehmensebene durch die Gewinnsteuer oder auf persönlicher Ebene durch die Einkommenssteuer auf.

Ex-ante-Besteuerung: Allerdings belastet die Emissionsabgabe auf Eigenkapital im Rahmen einer Ex-ante-Besteuerung den Sollertrag und nicht wie bei einer Ex-post-Besteuerung das tatsächlich erwirtschaftete Einkommen. Dadurch ergibt sich, gemessen an der Leistungsfähigkeit, einerseits eine Überbesteuerung von eigenkapitalfinanzierten Investitionen, welche im Nachhinein die ursprünglich erwartete Rentabilität nicht erreichen konnten. Andererseits werden aber überdurchschnittlich rentable Investitionen unterbesteuert, weil ökonomische Renten darstellende Einkommensbestandteile unbesteuert bleiben.³⁴ Unter dem Aspekt der Allokationseffizienz ist dies nicht sachgerecht, weil gerade von der Besteuerung ökonomischer Renten kaum Verzerrungseffekte ausgehen. Wegen der Nichtberücksichtigung der unterschiedlichen Rentabilität einer Investition ist die Emissionsabgabe auf Eigenkapital aber auch unter dem Aspekt der horizontalen Steuergerechtigkeit einer Ex-post-Besteuerung des tatsächlich erwirtschafteten Einkommens unterlegen.

Verzicht auf den Versicherungseffekt der Besteuerung: Durch die Ex-ante-Besteuerung des Sollertrags geht darüber hinaus der Versicherungseffekt einer Besteuerung des tatsächlich erwirtschafteten Einkommens verloren. Im Unterschied zur Ex-ante-Besteuerung beteiligt sich der Fiskus bei einer Ex-post-Steuer am Risiko, d.h. am Gewinn oder Verlust der Investoren. Infolge dieses Versicherungseffektes (Domar-Musgrave-Effekt) geben sich die Investoren mit einer niedrigeren Risikoprämie zufrieden. Im Einzelfall bedeutend wird der Versicherungseffekt insbesondere dann, wenn das Vermögen der Anteilseigner überwiegend aus Anteilen eines einzigen Unternehmens besteht. Diese Situation ist für Eigentümer-Unternehmer nicht untypisch. Wegen des bestehenden Klumpenrisikos bleibt ihnen nämlich die Risikostreuung via die üblicherweise empfohlene Portfoliodiversifikation versagt.

Liquiditätsproblem: Die vorgezogene Besteuerung im Rahmen der Emissionsabgabe ist mit einem Liquiditätsproblem verbunden, da der Ertrag aus der Investition im Zeitpunkt der Besteuerung ja noch nicht realisiert ist. Zur Überwindung dieses Liquiditätsproblems muss der Emissionsbetrag um die Höhe der fälligen Steuer aufgestockt werden, was mit zusätzlichen Kosten verbunden ist, zumal auf dem Aufstockungsbetrag für die Steuerzahlung vom Kapitalmarkt eine Risikoprämie gefordert wird. Auch hier tritt das Problem nicht auf, wenn die Früchte des Investitionsprojektes erst dann mit einer Steuer belegt werden, wenn sie geerntet sind.

Verletzung der Investitionsneutralität: Die Emissionsabgabe stellt eine zeitlich vorgezogene Form der Besteuerung dar. Neutral wirkt sich dies nur dann aus, wenn alternative Investitionsprojekte dasselbe zeitliche Verteilungsprofil der Nettoauszahlungen haben. In der Realität ist diese Bedingung kaum je erfüllt, weshalb dann in Verletzung der Investitionsneutralität eine so genannte Rangfolgeumkehr eintreten kann. Ist dies der Fall, wird ein Projekt, das vor Steuern einen höheren, nach Steuern aber einen tieferen Barwert aufweist als ein alternatives Investi-

³⁴ Eine ökonomische Rente stellt den Überschuss der Erlöse über die gesamten Opportunitätskosten ihrer Erwirtschaftung dar. Diese Opportunitätskosten bestehen im Falle einer Investition aus sämtlichen anfallenden Aufwandsposten (Kosten für Rohstoffe und Zwischenprodukte, Maschinen, Dienstleistungen, Löhne, Steuern, Fremdkapitalzinsen usw.) zuzüglich der marktüblichen Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals. Decken die erwarteten Erlöse gerade die Opportunitätskosten, resultiert ein Barwert von null, und die Investition ist gerade noch rentabel. Übersteigen die Erlöse die Opportunitätskosten, so fällt der Barwert höher aus, und es entsteht eine ökonomische Rente. Da ein Barwert von null ausreicht, damit ein Investitionsprojekt rentabel ist, spielt die ökonomische Rente für den Entscheid, ob ein Investitionsprojekt realisiert werden soll, keine Rolle.

tionsprojekt, zugunsten des letzteren nicht realisiert. Würde stattdessen die Steuer erst periodengerecht auf die dann fließenden Erträge der Investition zugreifen, könnte die Investitionsneutralität bei adäquat gewählten steuerlichen Abschreibungsregeln gewährleistet werden.

Verletzung der Gewinnverwendungsneutralität: Die Emissionsabgabe auf Eigenkapital zielt auf das Einkommen aus Investitionen, die mit neuem Eigenkapital finanziert sind. Dabei verletzt sie die Gewinnverwendungsneutralität, da sie die Anteilsfinanzierung verteuert, während die Selbstfinanzierung von ihr nicht erfasst wird. Dies schafft einen Anreiz, Gewinne einzubehalten statt auszuschütten und Investitionen selbst statt mit neuem Eigenkapital von aussen zu finanzieren. Diese einseitige Begünstigung der Selbstfinanzierung wirkt unter Effizienzgesichtspunkten negativ. Sie setzt die wachstumsfördernde Aufgabe des Kapitalmarktes, die verfügbaren Investitionsmittel auf die gewinnträchtigsten Unternehmen und damit auf die rentabelsten Investitionsprojekte zu lenken, teilweise ausser Kraft. Mitunter wird argumentiert, die Emissionsabgabe auf Eigenkapital sei ein Ersatz für die fehlende Kapitalgewinnsteuer für Beteiligungen im Privatvermögen. Dieses Argument ist jedoch nicht stichhaltig. Da Kapitalgewinne unter anderem durch einbehaltene Gewinne entstehen, die sich im Aktienwert der Unternehmung kapitalisieren, müsste eine Besteuerung der Kapitalgewinne durch ein indirekt ansetzendes Instrument demzufolge auf die einbehaltenen Gewinne zugreifen und die Selbstfinanzierung relativ zur Anteilsfinanzierung verteuern. Die Emissionsabgabe auf Eigenkapital beschreitet hingegen gerade den gegenteiligen Weg. Sie verteuert die Anteilsfinanzierung (nach dem Schütt-aus-und-hol-zurück-Prinzip) gegenüber der Selbstfinanzierung. Sie trägt damit zur Attraktivität der Gewinnthesaurierung bei und fördert somit die (steuerfreie) Kapitalgewinnrealisierung zusätzlich.

Vollzugskosten: In Bezug auf den Erhebungs- und Entrichtungsaufwand schneidet die Emissionsabgabe per se wegen ihrer einfachen Konstruktion, der vergleichsweise niedrigen Zahl der Steuerpflichtigen und der im Durchschnitt pro Fall relativ grossen Steuerzahlung günstig ab. Dazu trägt nicht zuletzt auch der relativ hohe Freibetrag bei der Emissionsabgabe auf Beteiligungen bei. Diese ist aber unter dem Gesichtspunkt der Wettbewerbsneutralität problematisch. Das mit der per 1. Januar 2023 in Kraft getretenen Aktienrechtsrevision eingeführte Kapitalband verschafft dem Verwaltungsrat die Möglichkeit, das Aktienkapital der Gesellschaft während maximal fünf Jahren flexibel um bis zu 50% herab- oder heraufzusetzen.³⁵ Damit nicht jede Kapitalerhöhung innerhalb des Kapitalbands eine Emissionsabgabepflicht auslöst, unterliegt nur die Nettokapitalerhöhung, d.h. die positive Differenz von Zu- und Abflüssen innerhalb des Kapitalbands, am Ende der Laufzeit des Kapitalbands der Emissionsabgabe. Für die Emittenten bringt dies Vorteile in Form eines Aufschubs der Emissionsabgabe von bis zu fünf Jahren sowie einer Verrechnungsmöglichkeit mit allfälligen Abflüssen während der Laufzeit des Kapitalbands. Seitens der Steuerbehörde haben sich mit der Einführung des Kapitalbandes jedoch die Vollzugskosten der Emissionsabgabe erhöht. Die niedrigen Erhebungs- und Entrichtungskosten werden auch insofern relativiert, als die Emissionsabgabe nicht an Stelle anderer Steuern, sondern zusätzlich zu diesen erhoben wird. Die Steuerpflichtigen müssen sich deshalb mit zusätzlichen steuerlichen Bestimmungen mit eigener Steuersystematik und einer Anzahl Ersatz- und Ausnahmetatbeständen vertraut machen.

6.3 Position des Bundesrates

Der Bundesrat hat in seiner Stellungnahme zum Entwurf 2 der Pa. Iv. 09.503 der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrates vom 18. November 2020 erklärt, dass er die vorgeschlagene Abschaffung der Emissionsabgabe unterstützt. Diese ist dann aber in der Referendumsabstimmung vom 13. Februar 2022 gescheitert.³⁶

³⁵ Vgl. zu den steuerlichen Auswirkungen des Kapitalbandes NORDIN et al., 2023.

³⁶ Vgl. hierzu auch Ziffer 5.1.

6.4 Optionen zur Generierung von Mehreinnahmen

Wegen der Nachteile der Emissionsabgabe sollte diese bei der Suche nach Mehreinnahmen nicht im Vordergrund stehen. Im Sinne des Auftrags des Postulats werden dennoch einige Möglichkeiten aufgezeigt.

- Mit einer Erhöhung des Steuersatzes von 1% auf 2% könnten Mehreinnahmen von rund 200 Millionen Franken pro Jahr generiert werden. Die Nachteile der Emissionsabgabe auf Eigenkapital würden mit einem solchen Schritt jedoch akzentuiert.
- Der bestehende Freibetrag von 1 Million Franken ist vergleichsweise hoch. Er hat den Vorteil, dass die Zahl der Steuerpflichtigen gering bleibt und wegen des vergleichsweise hohen Steuerertrages pro Fall die Vollzugskosten der Besteuerung niedrig ausfallen. Der Freibetrag bewirkt, dass Primärmarkttransaktionen bis zur ersten Million und beim geltenden Satz von 1% bis zu einem potenziellen Steuerertrag von 10'000 Franken steuerfrei bleiben. Da die Fallkosten deutlich unter 10'000 Franken liegen dürften, könnte man daher den Freibetrag absenken. Würde der Freibetrag beim geltenden Satz beispielsweise auf 500'000 Franken und in Kombination mit einer Steuersatzanhebung auf 2% beispielsweise auf 250'000 Franken reduziert, bliebe jeweils noch ein potenzieller Steuerertrag von bis zu 5'000 Franken steuerfrei. Mangels Daten über die nicht steuerpflichtigen Eigenkapitalmissionen lassen sich die damit verbundenen Mehreinnahmen nicht abschätzen. Auch mit einer solchen Anpassung würden die Nachteile der Emissionsabgabe akzentuiert.
- Zudem könnte die Emissionsabgabe auf Obligationen und Geldmarktpapieren, welche im Rahmen der «Too-big-to-fail»-Vorlage (11.028) per 1. März 2012 abgeschafft worden ist, wieder eingeführt werden.

Allerdings dienen die Abschaffung und die gleichzeitig eingeführte Ausnahme von der Emissionsabgabe auf Eigenkapital für Beteiligungsrechte, die aus der Wandlung von sog. CoCos («contingent convertible bonds») stammen, dem Zweck, die Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Kapitalmarkts zu verbessern und den Banken die Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis zu ermöglichen (SIMONEK, 2015, Art 132 BV, N 11).

In vielen Staaten können Anleihen ohne Transaktionssteuern ausgegeben werden; auch schweizerische Unternehmen emittieren ihre Obligationen fast ausschliesslich im Ausland. Der schweizerische Kapitalmarkt war durch die auf der Fremdmittelbeschaffung erhobene Emissionsabgabe deshalb zunehmend behindert (SIMONEK, 2015, Art 132 BV, N 11). Die mangelnde Attraktivität des Schweizer Kapitalmarktes für Obligationen und Geldmarktpapiere beruht allerdings auf zwei weiteren steuerlichen Faktoren:

- (1) Die Verrechnungssteuer bewirkt, dass internationale Anleger Obligationen und Geldmarktpapiere, welche dieser Steuer unterliegen, in ihrem Portfolio gar nicht berücksichtigen, selbst wenn sie aufgrund eines Doppelbesteuerungsabkommens die Verrechnungssteuer zurückfordern können. Abschreckend sind hier nicht nur der Liquiditätsentzug und die entgangene Verzinsung bis zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer, hinreichend ist oft allein schon der administrative Aufwand für die Rückforderung der Verrechnungssteuer.
- (2) Die Umsatzabgabe auf Obligationen bewirkt, dass inländische Obligationen heute kaum gehandelt werden. Dadurch ist der Sekundärmarkt wenig liquid. Liquide Sekundärmärkte sind aber eine Voraussetzung für attraktive Primärkapitalmärkte.

Da aus regulatorischer Sicht wünschbar ist, dass Pflichtwandelanleihen und Anleihen mit Forderungsverzicht für (systemrelevante) Banken nach Schweizer Recht emittiert werden, müssten diese Anleihen von der Abgabe ausgenommen werden. Nur so wäre sicherge-

stellt, dass Pflichtwandelanleihen und Anleihen mit Forderungsverzicht bei einer Wiedereinführung der Emissionsabgabe auf Obligationen und Geldmarktpapieren weiterhin zu wettbewerbsfähigen Bedingungen in der Schweiz emittiert werden könnten.

Die Wiedereinführung der Emissionsabgabe auf Obligationen und Geldmarktpapieren würde sich auf die verschiedenen Unternehmenstypen unterschiedlich auswirken. Kleinere Unternehmen sind ohnehin nicht kapitalmarktfähig. Für sie wäre die Abgabe deshalb ohne Belang. Sehr grosse Firmen können ihre Finanzierungsbedürfnisse zum Teil auf den internationalen Kapitalmärkten befriedigen und könnten sich so der Schweizer Emissionsabgabe entziehen. Von der Abgabe betroffen wären somit namentlich die mittelgrossen Unternehmen, die für die internationalen Kapitalmärkte zu klein sind, aber grundsätzlich Zugang zum Schweizer Kapitalmarkt haben.

Da der Schweizer Obligationenmarkt für die Unternehmen nicht sonderlich attraktiv ist, würde die Abgabe zu einem guten Teil von öffentlich-rechtlichen Körperschaften aufgebracht. Bei den Bundesobligationen entnähme der Bund dabei Mittel aus der einen Tasche und würde sich diese – unter Verlust der im Rahmen der Steuererhebung entstehenden administrativen Kosten – wieder in die andere Tasche stecken. Die Emissionsabgabe auf der Mittelbeschaffung von Kantonen und Gemeinden würde eine Umverteilung von den untergeordneten Staatsebenen hin zum Bund bedeuten, die wiederum von Reibungsverlusten bei der Steuererhebung begleitet würde.

Ein Hinweis auf das Mehreinnahmenpotenzial kann den Ausführungen in der Botschaft der «Too-big-to-fail»-Vorlage (11.028) entnommen werden.³⁷ Im Durchschnitt der Jahre 2001-2010 betrugen die jährlichen Bruttoeinnahmen aus der Emissionsabgabe auf Obligationen und Geldmarktpapieren 350 Millionen Franken. Davon entfielen 130 Millionen Franken auf Bundesobligationen, so dass dem Bund netto Einnahmen von 220 Millionen Franken verblieben. Von diesen entfielen 30 Millionen Franken auf die Kantone und Gemeinden und 190 Millionen Franken auf private Emittenten und Kassenobligationen.

7 Wertschriftentransaktionssteuer im Sekundärmarkt

In Ziffer 7.1 werden mit der schweizerischen Umsatzabgabe, der britischen «stamp duty», der französischen «taxe sur les transactions financières» und der italienischen «imposta sulle transazioni finanziarie» verschiedene Beispiele von unilateral eingeführten und aktuell geltenden Wertschriftentransaktionssteuern im Sekundärmarkt vorgestellt. Ebenfalls beschrieben ist das historische Beispiel der gescheiterten schwedischen Wertschriftentransaktionssteuer. Danach befasst sich Ziffer 7.2 mit der Frage, wie die Schweizer Umsatzabgabe ausgestaltet werden könnte, um im Sinne des Postulats sowohl zusätzliche Einnahmen zu generieren als auch der Wettbewerbsfähigkeit des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz Rechnung zu tragen.

7.1 Länderbeispiele für Wertschriftentransaktionssteuern im Sekundärmarkt

7.1.1 Die schweizerische Umsatzabgabe

Die Umsatzabgabe erfasst als Rechtsverkehrssteuer den gesamten Wertschriftenhandel. Es spielt also keine Rolle, ob ein Geschäft an einer Börse oder ausserhalb einer solchen abgeschlossen wird und ob es terminiert oder sofort zu realisieren ist. Die Börse selbst ist nicht abgabepflichtig, sondern die Effekthändler. Als solche gelten nebst den dem Bankengesetz unterstellten Banken auch die professionellen Händler sowie Anlage- und Vermögensverwalter. Unter gewissen Voraussetzungen fallen auch inländische Gesellschaften, Einrichtungen

³⁷ BBI 2011 4780f.

der beruflichen und gebundenen Vorsorge sowie der Bund, Kantone und die politischen Gemeinden unter die Abgabepflicht. Alle diese Effekthändler sind zur Entrichtung der Umsatzabgabe verpflichtet.

Gegenstand der Abgabe (Art. 13 Abs. 1 und 2 StG)

Gegenstand der Umsatzabgabe ist die entgeltliche Übertragung von Eigentum an gewissen inländischen³⁸ und ausländischen Urkunden, vorausgesetzt, eine der Vertragsparteien oder einer der Vermittler ist Effekthändler im Sinne von Artikel 13 Absatz 3 StG.

Steuerbare Urkunden sind

- a. die von einem Inländer (oder Liechtensteiner) ausgegebenen
 1. Obligationen;
 2. Aktien, Stammanteile von Gesellschaften mit beschränkter Haftung und Genossenschaften, Partizipationsscheine, Genussscheine;
 3. Anteile an kollektiven Kapitalanlagen gemäss Bundesgesetz vom 23. Juni 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG)³⁹;
- b. die von einem Ausländer ausgegebenen Urkunden, die in ihrer wirtschaftlichen Funktion den unter a) genannten Titeln gleichstehen (vgl. aber die nachfolgenden Ausführungen zu den Ausnahmen in Form befreiter Transaktionen);
- c. Ausweise über Unterbeteiligungen an Urkunden der unter den Buchstaben a. und b. bezeichneten Arten.

Abgabebefreiungen

Bei der Umsatzabgabe gibt es sowohl objektive Befreiungsgründe – solche, die in der Natur der Transaktionen liegen – als auch subjektive, in der Person der Händler oder Vermittler begründete Befreiungen. Im Weiteren gibt es ganze Gruppen von Investoren oder ausländische Gegenparteien, die von der Umsatzabgabe befreit sind.

Befreite Transaktionen (Art. 14 StG)

Von der Abgabe sind folgende Geschäfte ausgenommen:

- Die Ausgabe inländischer Aktien, Stammanteile von Gesellschaften mit beschränkter Haftung und von Genossenschaften, Partizipationsscheine, Genussscheine, Anteile an kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG, Obligationen und Geldmarktpapiere (einschliesslich der Festübernahme durch eine Bank oder Beteiligungsgesellschaft und der Zuteilung bei einer nachfolgenden Emission) (Abs. 1 Bst. a);⁴⁰
- die Sacheinlage von Urkunden zur Liberierung in- oder ausländischer Aktien, Stammanteile von Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Genossenschaftsanteile, Partizipationsscheine und Anteile von kollektiven Kapitalanlagen gemäss KAG (Abs. 1 Bst. b);
- der Handel mit Bezugsrechten (Abs. 1 Bst. d);
- die Rückgabe von Urkunden zur Tilgung (Abs. 1 Bst. e);
- die Ausgabe von Obligationen ausländischer Schuldner (Abs. 1 Bst. f);
- der Handel mit in- und ausländischen Geldmarktpapieren (Abs. 1 Bst. g);
- die Vermittlung oder der Kauf und Verkauf von ausländischen Obligationen, soweit der

³⁸ Als inländische Urkunden gelten Titel, deren Schuldner Inländer sind. Aber auch miteinander verbundene inländische und ausländische Urkunden, die nur als Einheit gehandelt werden können, werden als inländische Urkunden betrachtet.

³⁹ SR 951.31

⁴⁰ Dadurch wird eine Kumulation von Emissions- und Umsatzabgabe vermieden. Dies trifft beispielsweise bei der Emission von Aktien schweizerischer Gesellschaften zu, die bis zur Zuteilung an den Endzeichner vom Umsatzstempel befreit sind.

- Käufer oder der Verkäufer eine ausländische Vertragspartei ist (Abs. 1 Bst. h);⁴¹
- die mit einer Umstrukturierung, insbesondere einer Fusion, Spaltung oder Umwandlung verbundene Übertragung steuerbarer Urkunden von der übernommenen, spaltenden oder umwandelnden Unternehmung auf die aufnehmende oder umgewandelte Unternehmung (Abs. 1 Bst. i);
 - der Erwerb oder die Veräusserung von steuerbaren Urkunden im Rahmen von Umstrukturierungen nach den Artikeln 61 Absatz 3 und 64 Absatz 1^{bis} des Bundesgesetzes vom 14. Dezember 1990 über die direkte Bundessteuer (DBG)⁴² sowie bei der Übertragung von Beteiligungen von mindestens 20 Prozent am Grund- oder Stammkapital anderer Gesellschaften auf eine in- oder ausländische Konzerngesellschaft (Abs. 1 Bst. j);
 - Transaktionen für den Handelsbestand eines gewerbsmässigen Effekthändlers, soweit dieser Titel daraus veräussert oder zur Äufnung dieses Bestandes erwirbt (Befreiung für den auf ihn selbst entfallenden Teil der Abgabe) (Abs. 3); der professionelle Effekthändler ist also auf dem Teil befreit, welcher seinen eigenen Handelsbestand betrifft.⁴³

Befreite Anleger (Art. 17a StG)

Um der Gefahr einer Abwanderung von Transaktionen institutioneller Anleger an ausländische Börsen zu begegnen, ist ein Teil dieser Anleger von der Umsatzabgabe befreit. Zurzeit gilt dies für:

- ausländische Staaten und Zentralbanken (Abs. 1 Bst. a);
- in- und ausländische kollektive Kapitalanlagen (Abs. 1 Bst. b und c);
- ausländische Einrichtungen der Sozialversicherung (Abs. 1 Bst. d);
- ausländische Einrichtungen der beruflichen Vorsorge (Abs. 1 Bst. e);⁴⁴
- ausländische Lebensversicherer, die einer der Bundesaufsicht vergleichbaren ausländischen Regulierung unterstehen (Abs. 1 Bst. f);
- ausländische Gesellschaften, deren Aktien an einer anerkannten ausländischen Börse kotiert sind (so genannte Corporates) sowie ihre ausländischen konsolidierten Konzerngesellschaften (Abs. 1 Bst. g).

Die Befreiung gilt nur für den auf diese Anleger entfallenden Teil der Umsatzabgabe; der schweizerische Anleger bleibt dagegen für seinen Anteil weiterhin abgabepflichtig.

Befreite Vertragsparteien bei Geschäften mit ausländischen Banken und Börsenagenten

Eine weitere Ausnahme ergibt sich aus der Entlastung der Geschäfte mit ausländischen Banken und Börsenagenten. Ist beim Abschluss eines Geschäftes eine ausländische Bank oder ein ausländischer Börsenagent oder eine sogenannte zentrale Gegenpartei im Sinne von Artikel 48ff FinfraG Vertragspartei, entfällt die diese Partei betreffende Abgabe.

Das Gleiche gilt für in- und ausländische Titel, die von einer als Gegenpartei auftretenden Börse (z. B. Eurex) bei Ausübung von standardisierten Derivaten übernommen oder geliefert

⁴¹ Ausländische Kunden sind bei Geschäften mit ausländischen Obligationen generell von der Umsatzabgabe ausgenommen. In Anbetracht aller gesetzlichen Ausnahmefälle unterliegt beim Emissionsgeschäft im Wesentlichen nur noch die Ausgabe von Anteilen an ausländischen kollektiven Kapitalanlagen der Umsatzabgabe.

⁴² SR 642.11

⁴³ Als Handelsbestand gelten die aus steuerbaren Urkunden zusammengesetzten Titelbestände, die sich aus der Handelstätigkeit der gewerbsmässigen Händler ergeben. Nicht dazu gehören Beteiligungen und Bestände mit Anlagecharakter.

⁴⁴ Als ausländische Einrichtungen der beruflichen Vorsorge gelten Einrichtungen der Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge, deren Mittel dauernd und ausschliesslich für die berufliche Vorsorge bestimmt sind. Ausserdem müssen diese Einrichtungen einer der schweizerischen Bundesaufsicht vergleichbaren Aufsicht unterstellt sein.

werden (Art. 19 StG). Der schweizerische Händler bleibt dagegen für seinen Anteil weiterhin abgabepflichtig.

Seit dem 1. März 2018 sind zudem Organisationen, die zum Zweck der Steuersicherung zwischen Kundinnen und Kunden im Ausland und deren Schweizer Bank geschaltet sind, von der Umsatzabgabe befreit (Art. 19a StG). Die neue Regelung betrifft beispielsweise die italienischen «fiduciarie statiche».

Abgabeschuldner (Art. 17 Abs. 1 und Art. 13 Abs. 3 StG)

Die Abgabepflicht obliegt den am Geschäft beteiligten inländischen Effekthändlern (Art. 17 Abs. 1 StG). Normalerweise ist für jede Vertragspartei die Hälfte der Abgabe (= halbe Abgabe) zu entrichten, es sei denn, der Effekthändler veräussert Titel aus seinem Handelsbestand oder erworbene Titel für letzteren, was eine Steuerbefreiung zur Folge hat. Tabelle 6 zeigt die vier Kategorien von Effekthändlern, die unterschieden werden.

Tabelle 6 Effektenhändler-Kategorien (Art. 13 Abs. 3 StG)

Kategorie	Umschreibung
Banken, bankähnliche Finanzgesellschaften im Sinne des Bankengesetzes vom 8. November 1934 (BankG) ⁴⁵ , die Schweizerische Nationalbank (SNB) sowie die zentralen Gegenparteien im Sinne des Finanzmarktinfrastukturgesetzes vom 19. Juni 2015 (FinfraG) ⁴⁶ (Bst. a)	Banken im Sinne des BankG sowie die SNB gelten als Effektenhändler. Den Banken gleichgestellt sind die von ausländischen Banken in der Schweiz errichteten Sitze, Zweigniederlassungen und Agenturen sowie auf die in der Schweiz tätigen Vertreter ausländischer Banken. Ebenfalls unter den Bankenbegriff fallen die Sparkassen und die Privatbankiers (in Form von Einzelfirmen, Kollektiv- oder Kommanditgesellschaften). Als zentrale Gegenpartei gilt eine Einrichtung, die gestützt auf einheitliche Regeln und Verfahren zwischen Gegenparteien eines Effekengeschäfts oder eines anderen Kontrakts über Finanzinstrumente tritt und somit als Käufer für jeden Verkäufer und als Verkäufer für jeden Käufer fungiert (Art. 48 FinfraG).
Gewerbmässige Händler und Vermittler (Bst. b)	Unter diesen Begriff fallen die nicht unter Buchstabe a fallenden inländischen natürlichen und juristischen Personen und Personengesellschaften, inländischen Anstalten und Zweigniederlassungen ausländischer Unternehmen, deren Tätigkeit ausschliesslich oder zu einem wesentlichen Teil darin besteht, - für Dritte den Handel mit steuerbaren Urkunden zu betreiben (Händler), oder - als Anlageberater oder Vermögensverwalter Kauf und Verkauf von steuerbaren Urkunden zu vermitteln (Vermittler); Mit dieser Regelung wollte der Gesetzgeber vermeiden, dass auch professionelle Vermittler und die übrigen Effektenhändler (z. B. abgabepflichtige Holding- und Industriegesellschaften) in den Genuss der Befreiung der Handelsbestände kommen; diese Ausnahme soll nur den eigentlichen Händlern zugutekommen.
Nicht unter Bst. a und b fallende Kapitalunternehmen sowie inländische Einrichtungen der beruflichen und der gebundenen Vorsorge mit steuerbaren Urkunden im Wert von über 10 Mio. Franken (Bst. d).	Ebenfalls Effektenhändler und damit abgabepflichtig sind Aktiengesellschaften, Kommanditaktiengesellschaften, Gesellschaften mit beschränkter Haftung und Genossenschaften sowie die inländischen Einrichtungen der beruflichen und gebundenen Vorsorge ⁴⁷ , die zwar die Bedingungen für den gewerbmässigen Handel nicht erfüllen, deren Aktiven aber nach Massgabe der letzten Bilanz zu mehr als 10 Mio. Franken aus steuerbaren Urkunden (d.h. aus Wertschriften und Beteiligungen) bestehen. In Bezug auf das Erhebungsverfahren schafft die Verordnung vom 3. Dezember 1973 über die Stempelabgaben (StV) ⁴⁸ eine Erleichterung für diese beiden Kategorien von Effektenhändlern: Sie können auf die Eintragung der mit inländischen Banken und mit inländischen professionellen Händlern getätigten Geschäfte im Umsatzregister verzichten, sofern sie sich beim Abschluss dieser Geschäfte nicht als Effektenhändler ausgewiesen haben (Art. 21 Abs. 8 StV). Die Abgabe wird somit von der Bank abgeliefert, die in diesem Fall die Gegenpartei als «Kunden» betrachtet.
Bund, Kantone und politische Gemeinden samt ihren Anstalten, sofern sie in ihrer Rechnung für mehr als 10 Mio. Franken steuerbare Urkunden ausweisen sowie die inländischen Einrichtungen der Sozialversicherungen. (Bst. f)	Als Effektenhändler gelten auch und sind somit abgabepflichtig: - der Bund, die Kantone und die politischen Gemeinden samt ihren Anstalten, sofern sie in ihrer Rechnung für mehr als 10 Mio. Franken steuerbare Urkunden ausweisen; - die inländischen Einrichtungen der Sozialversicherung.⁴⁹

Quelle: ESTV

Aufgrund der aus dem Selbstveranlagungsprinzip folgenden spontanen Anmeldung der Steuerpflichtigen bei der ESTV vor Beginn der Abgabepflicht (Art. 19 Abs. 1 StV) registriert diese die Effektenhändler und gibt jedem die ihm zugeteilte Effektenhändler-Nummer bekannt (Art. 20 StV).

Der schweizerische Effektenhändler hat als Abgabepflichtiger ein Umsatzregister zu führen, in das sämtliche steuerbaren Umsätze einzutragen sind (Art. 21 StV). Dieses Register dient als Grundlage zur grundsätzlich vierteljährlichen Deklaration der Umsatzabgabe sowie der Kontrolle. Es muss das Datum des Geschäftsabschlusses, die Art des Geschäftes, Anzahl oder Nennwert der Titel, die Bezeichnung der Titel, Titeltkurs und Währung sowie Umrechnungskurs bei Fremdwährungen, Name und Domizil (in bestimmten Fällen auch Effektenhändlernummer)

⁴⁵ SR 952.0⁴⁶ SR 958.1⁴⁷ Als inländische Einrichtungen der beruflichen und der gebundenen Vorsorge gelten nach Art. 13 Abs. 4 StG:

- Vorsorgeeinrichtungen, die den obligatorischen Teil der beruflichen Altersvorsorge gemäss BVG versichern; dazu zählen auch die Einrichtungen, die den überobligatorischen Bereich abdecken;
- Freizügigkeitsstiftungen der beruflichen Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge;
- Bankstiftungen, die im Rahmen der Säule 3a Gelder zur Altersvorsorge entgegennehmen;
- Anlagestiftungen, die sich der Anlage und der Verwaltung von Vermögen von Vorsorgeeinrichtungen widmen und unter der Stiftungsaufsicht des Bundes oder der Kantone stehen.

⁴⁸ SR 641.101⁴⁹ Als inländische Einrichtungen der Sozialversicherung nach Art. 13 Abs. 5 StG gelten die Ausgleichsfonds der Alters- und Hinterlassenenversicherung und der Arbeitslosenversicherung.

des Verkäufers und des Käufers sowie das Entgelt in Schweizerfranken enthalten (Art. 21 Abs. 2 StV).

Abgabesätze und Berechnungsgrundlage (Art. 16 StG)

Die Abgabe wird auf dem Entgelt oder, wenn dieses nicht in einer Geldsumme besteht, auf dem Verkehrswert der vereinbarten Gegenleistung berechnet und beträgt

- 0,15% für eine inländische Urkunde (bzw. 0.075% je Vertragspartei);
- 3.0‰ für eine ausländische Urkunde (bzw. 1.5‰ je Vertragspartei).

Erhebung der Abgabe (Art. 17 Abs. 2 und Abs. 3 StG)

Falls es sich um ein steuerbares Geschäft handelt, schuldet der Effekthändler je eine halbe Abgabe (Art. 17 Abs. 2 StG),

- wenn er vermittelt: für jede Vertragspartei, die sich ihm gegenüber nicht als registrierter Effekthändler oder von der Abgabe befreiter Anleger ausweist;
- wenn er Vertragspartei ist: für sich selbst und für die Gegenpartei, die sich nicht als registrierter Effekthändler oder von der Abgabe befreiter Anleger ausweist.

Der Effekthändler gilt als Vermittler (Art. 17 Abs. 3 StG):

- bei Abrechnung mit seinem Auftraggeber zu den Originalbedingungen des abgeschlossenen Geschäfts;
- bei Nachweis von blosser Gelegenheit zum Geschäftsabschluss;
- bei Weiterveräußerung der Urkunden am Tage ihres Erwerbs.

Tabelle 7 und Tabelle 8 liefern eine Übersicht über die verschiedenen Konstellationen bei Eigen- bzw. Vermittlungsgeschäften:

Tabelle 7 Eigengeschäfte

		Inländische Urkunden	Ausländische Obligationen	Ausländische Aktien und Fondsanteile
a)	in einem Geschäft für eigene Bestände (ohne Handelsbestand)	½	½	½
	mit folgenden Gegenparteien :			
	- inländischer Effekthändler	0	0	0
	- ausländische Bank oder Börsenagent	0	0	0
	- inländische kollektive Kapitalanlage	0	0	0
	- inländischer Kunde	½	½	½
	- ausländischer Kunde	½	0	½
	- ausländischer befreiter Anleger	0	0	0
b)	in einem Geschäft für den eigenen Handelsbestand	0	0	0
	mit folgenden Gegenparteien :			
	- inländischer Effekthändler	0	0	0
	- ausländische Bank oder Börsenagent	0	0	0
	- inländische kollektive Kapitalanlagen	0	0	0
	- inländischer Kunde	½	½	½
	- ausländischer Kunde	½	0	½
	- ausländischer befreiter Anleger	0	0	0

Quelle: ESTV

Tabelle 8 Vermittlungsgeschäfte

		Inländische Urkunden	Ausländische Obligationen	Ausländische Aktien und Fondsanteile
a)	zwischen einem inländischen Effektenhändler	0	0	0
	mit folgenden Gegenparteien :			
	- inländischer Effektenhändler	0	0	0
	- ausländische Bank oder Börsenagent	0	0	0
	- inländische kollektive Kapitalanlage	0	0	0
	- inländischer Kunde	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$
	- ausländischer Kunde	$\frac{1}{2}$	0	$\frac{1}{2}$
	- ausländischer befreiter Anleger	0	0	0
b)	zwischen ausländischer Bank / ausländischem Börsenagent	0	0	0
	mit folgenden Gegenparteien :			
	- ausländische Bank oder Börsenagent	0	0	0
	- inländische kollektive Kapitalanlage	0	0	0
	- inländischer Kunde	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$
	- ausländischer Kunde	$\frac{1}{2}$	0	$\frac{1}{2}$
	- ausländischer befreiter Anleger	0	0	0
c)	zwischen einem inländischen Kunden	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$
	mit folgenden Gegenparteien :			
	- inländische kollektive Kapitalanlage	0	0	0
	- inländischer Kunde	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$	$\frac{1}{2}$
	- ausländischer Kunde	$\frac{1}{2}$	0	$\frac{1}{2}$
	- ausländischer befreiter Anleger	0	0	0
d)	zwischen einem ausländischen Kunden	$\frac{1}{2}$	0	$\frac{1}{2}$
	und mit folgenden Gegenparteien :			
	- ausländischer Kunde	$\frac{1}{2}$	0	$\frac{1}{2}$
	- ausländischer befreiter Anleger	0	0	0

Quelle: ESTV

Bei Übertrag vom Handelsbestand auf einen anderen Bestand und umgekehrt ist die halbe Abgabe geschuldet.

7.1.2 Die Stempelabgabe im Vereinigten Königreich

Die britische Stempelabgabe auf Wertschriftentransaktionen besteht aus der klassischen «stamp duty» und der «stamp duty reserve tax» (SDRT).

Die klassische «stamp duty» wird auf Dokumenten erhoben, die den Kauf und Transfer von Aktien und anderen Wertpapieren von Unternehmen belegen, die im Vereinigten Königreich registriert sind. Das physische Abstempeln von Dokumenten für die Stempelsteuer wurde am 19. Juli 2021 abgeschafft und durch ein elektronisches System ersetzt.

Die SDRT wurde 1986 als elektronisches Pendant zur klassischen Stempelabgabe eingeführt. Diese hat sich seit der Einführung eines elektronischen Clearingsystems (CREST) im Jahr 1996 als Hauptsteuer auf Aktientransaktionen durchgesetzt (HAWKINS UND MCCRAE, 2002, S. 3). Die Erhebung über das CREST hält die Vollzugskosten der Besteuerung tief. Die SDRT besteuert Transaktionen mit Anteilen, in welchen das eigentliche Instrument, also etwa die Aktie, nicht ausgetauscht wird und welche daher nicht von der klassischen Stempelabgabe erfasst wird. Die SDRT ist also eine Transaktionssteuer, die auf Einigung über den sofortigen Austausch von Wertpapieren erhoben wird, während die klassische Stempelabgabe auf den tatsächlichen Austausch der Dokumente erhoben wird. Beide werden aktuell mit einem Steuersatz von 0,5% auf dem Kauf erhoben; der Verkauf ist steuerfrei.

Die britische Stempelabgabe gilt für den Handel mit im Vereinigten Königreich registrierten Aktien. Sie ist unabhängig davon zu entrichten, ob die Transaktion im Vereinigten Königreich oder im Ausland stattfindet und ob eine der Parteien im Vereinigten Königreich ansässig ist oder nicht. Dies hat zur Folge, dass Aktien ausländischer Unternehmen, die an der Londoner Börse notiert sind, von der Abgabe nicht erfasst werden, es sei denn, das Unternehmen richtet ein britisches Aktienregister ein.

Da die britische Stempelsteuer darauf abzielt, die Übertragung von Rechten an eingetragenem Eigentum zu besteuern, ist die Befreiung von Aktienderivaten, die nicht zum Erwerb von Aktien führen, folgerichtig. Ausgenommen von der Besteuerung sind auch Transaktionen zwischen professionellen Händlern.

Im Prinzip ist es möglich, die Stempelabgabe zu vermeiden, indem man das Instrument ausserhalb des Vereinigten Königreichs hält und handelt. Allerdings muss in der Praxis das Aktienregister der Firma geändert werden, um den Namen des neuen Eigners einzufügen. Dies in Kombination mit der rechtlichen Restriktion bei ungestempelten Instrumenten führt dazu, dass die Mehrzahl der Anleger die entsprechenden Produkte stempeln lassen (HEMMELGARN 2011, S. 53f.).

Der Steuervermeidung der SDRT entgegen wirkt, dass die grosse Mehrheit britischer Aktien im CREST-System gehalten wird und bei einem Geschäft innerhalb des Systems die Steuer automatisch einbehalten wird. Dennoch gibt es legale Möglichkeiten, die SDRT zu vermeiden (HEMMELGARN 2011, S. 54f.):

- Viele britische Unternehmen nutzen «American-depository-receipts»-Programme (ADR)⁵⁰, um ihre eigenen Aktien in den USA zu vermarkten. Die Aktien werden in diesem Fall bei einer US-amerikanischen Bank eingelegt. Diese gibt dann einen auf diesen Aktien basierenden Hinterlegungsschein, das ADR-Zertifikat, aus. Statt den zugrundeliegenden Aktien werden lediglich die ADR-Zertifikate gehandelt. Auf diesen Handel wird keine SDRT erhoben. Stattdessen wird aber bei Einbringung der Aktien in das ADR eine Exit-Besteuerung von einmalig 1,5% des Wertes der Aktien erhoben, wenn die Aktien an die Bank ausgegeben werden.
- Ausländische Investmentfonds, die an britischen Börsen gelistet sind («exchange traded funds», ETF), sind von der SDRT befreit, wenn diese Fonds nicht im Vereinigten Königreich kontrolliert und verwaltet oder im britischen Aktienregister geführt werden. Diese Befreiung wurde 2007 eingeführt, um ausländische ETF trotz der Stempelsteuer anzuwerben und den Handel am britischen Finanzplatz zu ermöglichen. Allerdings sind die Besitzer von ETF-Anteilen rechtlich nicht im Besitz der Aktien, sondern nur der Fondsanteile. Will ein Anleger Stimmrechte ausüben, muss er die Aktien direkt erwerben und dann die Stempelabgabe entrichten.

7.1.3 Die französische Wertschriftentransaktionssteuer

Die französische Wertschriftentransaktionssteuer wurde am 1. August 2012 eingeführt. Steuergegenstand sind in erster Linie der Kauf französischer Wertpapiere, die nach französischem Recht als Eigenkapitalinstrumente zu qualifizieren sind («titre de capital») und von einem Emittenten mit Sitz in Frankreich ausgegeben werden, im Handel auf allen Handelsplattformen sowie im OTC-Markt und für alle Anleger, unabhängig von ihrem Ansässigkeitsstaat. Voraussetzung ist, dass die Marktkapitalisierung am 1. Dezember des Vorjahres die Grenze von einer Milliarde Euro übersteigt (COLLIARD UND HOFFMANN, 2017, S. 2688). Konkret betroffen sind Aktien, Aktienlieferungen aus Derivatekontrakten und Wandelanleihen.

Steuerfrei sind Primärmarkttransaktionen sowie «market-making»-Aktivitäten (Funke et al., 2020, S. 17).

Die Steuer ist auf den täglichen Nettopositionsänderungen, d.h. den Eigentumsübertragungen, zu entrichten. Dies bedeutet, dass der reine Intraday-Handel ähnlich wie bei der britischen Stempelsteuer de facto ausgenommen ist (COLLIARD UND HOFFMANN, 2017, S. 2688). Von der Steuer ausgenommen sind «market makers», Transaktionen von Clearingstellen, Transaktionen für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme und Neuemissionen.

⁵⁰ Vgl. Fussnote 18.

Steuerschuldner ist das Institut, das den Kauf für den Kunden durchführt oder für eigene Rechnung (sog. Investment Service Provider) handelt. Bei einer Auftragskette ist derjenige Steuerschuldner, der den Auftrag unmittelbar ausführt. Werden Aktienkäufe ohne die Zwischenschaltung eines Finanzdienstleisters angeboten, so z. B. bei OTC-Transaktionen, wird die Steuer unabhängig von der Ansässigkeit gegen den Anbieter festgesetzt, der die Verwahrungsdienstleistung erbringt (SCHLEITER, 2015, S. 69)

Der Steuersatz betrug zuerst 0,2% und wurde per 1. Januar 2017 auf 0,3% angehoben.

2012 wurde auch eine Steuer von einem Basispunkt auf dem Nominalwert der geänderten oder stornierten Aufträge im Rahmen des Hochfrequenzhandels mit Aktien implementiert, die ein Order-zu-Handel-Verhältnis von 5:1 überschreiten. Im Unterschied zur Finanztransaktionssteuer auf Aktien gilt diese Regelung unabhängig von der Marktkapitalisierung des betroffenen Unternehmens für den Handel mit allen französischen Aktien. Allerdings wird sie nur auf in Frankreich ansässige Hochfrequenzhändler erhoben, so dass alle grossen Hochfrequenzhandelsunternehmen ausgeschlossen sind. Ausserdem ist der Datenverkehr im Rahmen des «market making» ausgenommen (COLLIARD UND HOFFMANN, 2017, S. 2688f.). Laut COLLIARD UND HOFFMANN (2017, S. 2689) ist der Anwendungsbereich dieser Regelung äusserst begrenzt, und die französische Wertpapiermarktaufsichtsbehörde selbst bezeichnete ihre Auswirkungen als «minimal» (MEGARBANE, 2013). FUNKE et al. (2020, S. 38) sprechen von einem Steueraufkommen von null.

7.1.4 Die italienische Wertschriftentransaktionssteuer

Italien erliess per 1. März 2013 eine Wertschriftentransaktionssteuer auf der Übertragung des Eigentums an Aktien und bestimmten Beteiligungsfinanzinstrumenten, die von Unternehmen mit Sitz in Italien ausgegeben werden. Die Übertragung ist nur dann steuerbar, wenn die durchschnittliche Marktkapitalisierung im November des Jahres vor der Übertragung mehr als 500 Millionen Euro betrug. Die Besteuerung erfolgt unabhängig vom Ansässigkeitsort der beteiligten Parteien und vom Ort, an dem der Vertrag ausgeführt wird.

Steuerbemessungsgrundlage bildet der tägliche Nettosaldo der Transaktionen, die sich auf dasselbe Wertpapier beziehen und von denselben Personen ausgeführt werden, oder die gezahlte Gegenleistung.

Die Steuersätze betrugen seit dem 1 Januar 2014 0,1% des Kaufpreises am regulierten Markt und 0,2% an anderen Börsenplätzen.

Die Steuer wird vom Käufer als derjenigen Person geschuldet, auf die das Eigentum an den Aktien übertragen wird. Sie wird vom Finanzintermediär oder dem Notar, der an der Durchführung der Übertragung beteiligt ist, abgeführt oder direkt vom Erwerber entrichtet. Nicht gebietsansässige Finanzintermediäre können für die Zwecke der Finanztransaktionssteuer einen Steuervertreter benennen. Ist mehr als ein Vermittler an der Ausführung der Überweisung beteiligt, wird die Finanztransaktionssteuer von dem Vermittler erhoben, der den Auftrag zur Ausführung der Transaktion direkt vom Empfänger erhält.

Die Steuer wird auch auf Transaktionen mit Derivaten erhoben, unabhängig davon, ob diese bar oder physisch abgewickelt werden und ob sie verbrieft sind oder nicht, wenn mehr als 50% des Werts des Derivats Aktien oder Beteiligungsfinanzinstrumente sind, die von italienischen Unternehmen ausgegeben wurden, oder wenn der Wert des Derivats hauptsächlich an Aktien und Beteiligungsfinanzinstrumente gebunden ist, die von italienischen Unternehmen ausgegeben wurden, einschliesslich Optionen, Optionsscheine, gedeckte Optionsscheine und Zertifikate.

Die Steuer auf Derivate wird von jeder der an der Transaktion beteiligten Parteien erhoben und in der Regel von dem Finanzintermediär, der an der steuerpflichtigen Transaktion beteiligt ist, abgeführt.

Die Steuer auf dem Handel mit Aktienderivaten wird in Höhe eines Pauschalbetrags fällig, der je nach Art des betreffenden steuerpflichtigen Derivats und seines Nennwerts variiert. Die Höchstbelastung beträgt 200 Euro pro Partei. Bei Transaktionen, die auf geregelten Märkten oder in multilateralen Handelssystemen ausgeführt werden, wird die Pauschalsteuer auf ein Fünftel ihres normalen Betrags reduziert.

Ausnahmen von der Finanztransaktionssteuer existieren für «market-making»-Aktivitäten, Geschäfte zwischen verbundenen Parteien, Pensionsfonds und ähnliche Einrichtungen mit Sitz in einem EWR-Land, das auf der weissen Liste steht, sowie den Handel mit qualifizierten ethischen Finanzprodukten und Transaktionen mit der Europäischen Union, der EZB, den Zentralbanken der EU-Mitgliedstaaten oder mit Einrichtungen, die durch von Italien geschlossene internationale Abkommen gegründet wurden.

Bei Hochfrequenzgeschäften, die auf dem italienischen Finanzmarkt getätigt werden, wird die Steuer zu einem Satz von 0,02% erhoben und ist fällig, wenn das Verhältnis zwischen der Summe der stornierten und geänderten Aufträge und der Summe der erteilten und geänderten Aufträge bezogen auf einzelne Finanzinstrumente an einem einzigen Handelstag mehr als 60% beträgt. Geschäfte, die von einem Computeralgorithmus generiert werden, der automatisch Entscheidungen über die Erteilung, Änderung und Stornierung von Aufträgen und damit zusammenhängende Parameter trifft, und die in einem Intervall von nicht mehr als einer halben Sekunde auftreten, gelten als hochfrequent.

7.1.5 Die aufgehobene schwedische Wertschriftentransaktionssteuer

Die schwedische Wertschriftentransaktionssteuer wurde zwischen 1984 und 1991 erhoben. Der Handel mit inländischen Aktien wurde zunächst mit je 0,5% auf Kauf und Verkauf – also mit 1% pro Transaktion – besteuert. Die Steuer fiel auf alle Wertpapiertransaktionen mit Aktien und Aktienoptionen, die schwedische Brokerage-Dienstleistungen nutzten. Im Juli 1986 wurde der Steuersatz im Aktienhandel auf 2% pro Transaktion verdoppelt. 1987 wurde die Bemessungsgrundlage erweitert und der halbe Steuersatz auf Transaktionen zwischen Händlern angewandt (HEMMELGARN, 2011, S. 55f.)

Vom Januar 1989 bis zum 15. April 1990 wurde die Steuer auf festverzinsliche Wertschriften ausgedehnt. Die Steuersätze waren nach Laufzeit und Instrument abgestuft und lagen zwischen 0,002% und 0,15% (HEMMELGARN, 2011, S. 56). Transaktionen mit Unternehmensanleihen blieben steuerfrei (FUNKE et al., 2020, S. 19).

Steuerpflichtig waren die registrierten schwedischen Maklerhäuser auf den von ihnen ausgeführten Transaktionen (FUNKE et al. S. 19).

Die Marktauswirkungen nach der Einführung der Steuer waren drastisch, besonders nach der Verdoppelung des Steuersatzes auf den hohen Wert von 2% nach 1986. Konkret ging das Transaktionsvolumen an der Stockholmer Börse um 30% (Aktien) bis 80% (Anleihen) zurück, während es an anderen Handelsplätzen, insbesondere in London, deutlich zunahm. Ende der 1980er Jahre war mehr als die Hälfte des Aktienhandels schwedischer Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung nach London migriert. Der Derivatehandel kam fast vollständig zum Erliegen. Die Steuereinnahmen blieben daher weit hinter den Zielen zurück (FUNKE et al. S. 19).⁵¹

⁵¹ UMLAUF (1993) und CAMPBELL UND FROOT (1994) analysieren die schwedische Wertschriftentransaktionssteuer im Detail.

7.2 Ausgestaltungsfragen

7.2.1 Emissions- versus Ansässigkeitsprinzip

Tabelle 9 zeigt die Steuereinnahmen verschiedener europäischer Länder mit einer Wertschriftentransaktionssteuer im Sekundärmarkt in lokaler Währung und im Verhältnis zum BIP. Dabei zeigt sich, dass die Schweiz im Verhältnis zum BIP mit 0,19% 2022 und 0,15% 2023 am meisten Einnahmen erzielt. Ihr dicht auf den Fersen ist das Vereinigte Königreich mit 0,17% 2022 und 0,12% 2023. Die anderen Länder weisen für 2022 mit zwischen 0,02% in Italien und Spanien und 0,07% in Griechenland deutlich tiefere Werte auf.

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Belgien	Mio. EUR	201	287	219	296	307	298	413	435	335	
Frankreich	Mio. EUR	870	1'057	975	1'492	1'575	1'434	1'818	1'732	1'840	
Griechenland	Mio. EUR	54	28	33	23	27	80	64	73	75	
Italien	Mio. EUR	401	480	400	432	429	354	365	413	461	
Malta	Mio. EUR	3	4	8	6	17	11	4	10	5	
Spanien	Mio. EUR								296	305	
Schweiz	Mio. CHF	1'260	1'319	1'106	1'315	1'166	1'262	1'516	1'594	1'451	1'164
- inländische Wertschriften	Mio. CHF	183	195	165	257	167	187	238	218	209	185
- ausländische Wertschriften	Mio. CHF	1'077	1'123	941	1'058	999	1'075	1'278	1'376	1'242	980
Vereinigtes Königreich	Mio. GBP	3'012	3'024	3'938	3'470	3'732	3'284	3'698	4'212	4'153	3'261
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Belgien	% des BIP	0.05%	0.07%	0.05%	0.07%	0.07%	0.06%	0.09%	0.09%	0.06%	
Frankreich	% des BIP	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%	0.02%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	
Griechenland	% des BIP	0.04%	0.05%	0.04%	0.06%	0.07%	0.06%	0.08%	0.07%	0.07%	
Italien	% des BIP	0.02%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	
Malta	% des BIP	0.03%	0.04%	0.07%	0.05%	0.13%	0.08%	0.03%	0.07%	0.03%	
Spanien	% des BIP	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.02%	
Schweiz	% des BIP	0.19%	0.20%	0.16%	0.19%	0.16%	0.18%	0.22%	0.21%	0.19%	0.15%
- inländische Wertschriften	% des BIP	0.03%	0.03%	0.02%	0.04%	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%
- ausländische Wertschriften	% des BIP	0.16%	0.17%	0.14%	0.15%	0.14%	0.15%	0.18%	0.19%	0.16%	0.12%
Vereinigtes Königreich	% des BIP	0.16%	0.16%	0.20%	0.17%	0.17%	0.15%	0.18%	0.18%	0.17%	0.12%

Quelle: Eurostat, ESTV Fiskalstatistik (Schweiz); Office for National Statistics (Vereinigtes Königreich)

Der Hauptgrund für das vergleichsweise hohe Steueraufkommen in der Schweiz ist, dass im Unterschied zu den anderen Ländern auch ausländische Wertschriften der schweizerischen Umsatzabgabe unterliegen und mit zuletzt 84% im Jahr 2023 auch den Löwenanteil zum Steueraufkommen beitragen. Demgegenüber ist das Aufkommen aus der Besteuerung inländischer Wertschriften mit 0,03% des BIP im europäischen Vergleich eher unterdurchschnittlich.

Dieses Muster erklärt sich durch den unterschiedlichen Anknüpfungspunkt der Steuer. Die bestehenden Wertschriftentransaktionssteuern basieren – wie bei jener des Vereinigten Königreichs, Frankreichs und Italiens – auf dem Emissionsprinzip. Die Steuer knüpft hier an der Übertragung des Eigentums an Wertschriften, die vom Emittenten mit Sitz im Inland ausgegeben werden. Die Besteuerung erfolgt unabhängig vom Ansässigkeitsort der am Handel beteiligten in- oder ausländischen Personen, der vermittelnden Finanzintermediäre oder des Standorts der Handelsplattform.

Dieses System schneidet im Hinblick auf die möglichst umfassende Erfassung des Handels an der Börse oder im OTC-Markt gut ab. Dies gilt jedenfalls für den Handel mit Beteiligungsrechten auf Eigenkapital und darauf basierenden Derivativen. Beim Fremdkapital sind die Unternehmen wesentlich flexibler und begeben ihre Anleihen an einem Emissionsort ohne Wertschriftentransaktionssteuer im Primär- und im Sekundärmarkt und ohne Quellensteuer auf den Zinserträgen auf dem internationalen Markt. Es ist daher kein Zufall, dass sich die Besteuerung nach dem Emissionsprinzip zumeist auf Aktien und allenfalls darauf basierende Derivative beschränkt. Somit hat das Emissionsprinzip eine vergleichsweise schmale Steuerbasis.

Die Schweizer Umsatzabgabe basiert auf dem Ansässigkeitsprinzip, wobei nicht die Ansässigkeit des Endkunden als Käufer oder Verkäufer einer Wertschrift oder die Ansässigkeit des Handelsplatzes, sondern die Ansässigkeit des Effekthändlers als Finanzintermediär massgebend ist. Auf der Ansässigkeit des Brokers als Finanzintermediär fusste auch das missglückte Experiment der schwedischen Wertschriftentransaktionssteuer. Dieser wurde zum Verhängnis, dass die Steuer leicht über das Ausland oder durch steuerfreie Substitute vermieden werden konnte und sich eine solche Verlagerung aufgrund der hohen Steuersätze auch lohnte.

Bei der Besteuerung inländischer Beteiligungsrechte an Eigenkapital ist das Ansässigkeitsprinzip dem Emissionsprinzip in Bezug auf die Ergiebigkeit der Steuer unterlegen, weil die Steuer vermieden werden kann, indem die Transaktion von einem ausländischen statt von einem inländischen Finanzintermediär vermittelt würde. Zusätzlich steuerlich erfasst würden im Emissionsprinzip Transaktionen von Inländern, die zur Vermeidung ausländische Finanzintermediäre nutzen, sowie von ausländischen Investoren, die ihr Depot im Ausland halten. Es ist aber schwierig einzuschätzen, wieviel zusätzliche Steuereinnahmen dadurch generiert werden könnten.

7.2.2 Nichtbesteuerung des «market making» und der Vermittlergeschäfte

Das «market making» ist von der Umsatzabgabe ausgenommen, da die Effekthändler in Geschäften für den eigenen Handelsbestand und in Vermittlungsgeschäften von ihrem Teil der Abgabe befreit sind. Auch in anderen Ländern ist das «market making» typischerweise von der Steuer befreit.

Das «market making» erfüllt eine wichtige Funktion, indem es die Märkte mit Liquidität versorgt. Eine Besteuerung würde die Marktliquidität zu stark beeinträchtigen und würde nicht nur der Marktqualität schaden, sondern auch die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes beeinträchtigen. Konsequenterweise ist bei der Schweizer Umsatzsteuer dann auch, dass die Ausnahme nicht zu weit gefasst ist, weil Effekthändler in einem Geschäft für eigene Bestände ausserhalb des Handelsbestands ihren Anteil an der Umsatzabgabe entrichten müssen.

Zudem verhindert die Freistellung der Vermittlergeschäfte Kaskadeneffekte in Vermittlungsketten mit mehr als einem Vermittler.

Aus diesen Gründen ist an der Nichtbesteuerung der Geschäfte für den eigenen Handelsbestand und der Vermittlungsgeschäfte festzuhalten.

7.2.3 Nichtbesteuerung des Hochfrequenzhandels

Der Hochfrequenzhandel wird heute nicht besteuert. Dies ist der Fall, weil die Steuern beim Eigentumsübergang anknüpfen. Hochfrequenzhändler werden grundsätzlich nicht Eigentümer von Wertschriften, weil sie diese in der Regel nicht über Nacht halten (MONSCH, 2018, S. 448).

Da der Hochfrequenzhandel hochmobil ist, lässt er sich auf unilateraler Ebene ohnehin nicht steuerlich erfassen. Pointiert ausgedrückt hat ein Land nur die Wahl zwischen unbesteuertem Hochfrequenzhandel oder keinem Hochfrequenzhandel. Die Durchsetzung der Besteuerung des Hochfrequenzhandels würde daher einen multilateralen Ansatz bedingen.

Selbst wenn man den Hochfrequenzhandel ambivalent oder sogar kritisch betrachtet, ist eine regulatorische oder fiskalische Problemlösung vorzuziehen. Der Werkzeugkasten der Finanzmarktregulierung enthält wesentlich geeignetere Instrumente, um unerwünschte Ausprägungen und Entwicklungen gezielt zu bekämpfen. Demgegenüber wirkt eine Steuer wenig gezielt und kann kaum zwischen problematischeren und unproblematischen Formen des Hochfrequenzhandels differenzieren.

Aus diesem Grund ist an der geltenden Anknüpfung der Besteuerung am Eigentumsübergang festzuhalten, so dass der Hochfrequenzhandel weiterhin unbesteuert bleibt.

7.2.4 Beurteilung der Umsatzabgabe aus der Perspektive der nationalen Wohlfahrt

Die Umsatzabgabe wirkt sich auf die inländischen Emittenten, auf die Anleger und auf die Vermittlungsebene, d.h. die Finanzintermediation im Inland, im Hinblick auf die nationale Wohlfahrt unterschiedlich aus:

Nur die Umsatzabgabe auf inländischen Wertschriften wirkt sich negativ auf die inländischen Emittenten aus. Sie wirkt dabei analog wie die Emissionsabgabe. Die Abgabe auf ausländischen Wertschriften wirkt sich nicht auf die inländischen Emittenten aus.

Die Umsatzabgabe wirkt sich unabhängig davon, ob die Abgabe auf in- oder ausländischen Wertschriften erhoben wird, negativ auf die Wohlfahrt der Anleger aus. Aus Perspektive der nationalen Wohlfahrt ist aber nur die Wohlfahrtswirkung auf die inländischen Anleger relevant.

Aus dieser Perspektive ist die Abgabe auf inländischen Wertschriften seitens inländischer Anleger am schädlichsten und die Abgabe auf ausländischen Wertschriften seitens ausländischer Anleger am wenigsten schädlich.

Auf der Vermittlungsebene, d.h. der Finanzintermediation im Inland, wirkt sich die Umsatzabgabe folgendermassen aus:

- Die Umsatzabgabe beeinträchtigt unter dem Effizienzziel das Transaktionsvolumen und damit die Liquidität des Schweizer Kapitalmarktes. Das Problem ist im Obligationenmarkt grösser, da im Aktienmarkt das Transaktionsvolumen im internationalen Vergleich relativ hoch ist.
- Soweit Emittenten oder Anleger aufgrund der Umsatzabgabe inländische Finanzintermediationsdienstleistungen durch in ausländischen Finanzzentren erbrachte Dienstleistungen ersetzen, verursacht die Umsatzabgabe der inländischen Finanzintermediation einen Standortnachteil und beeinträchtigt das Standortziel.

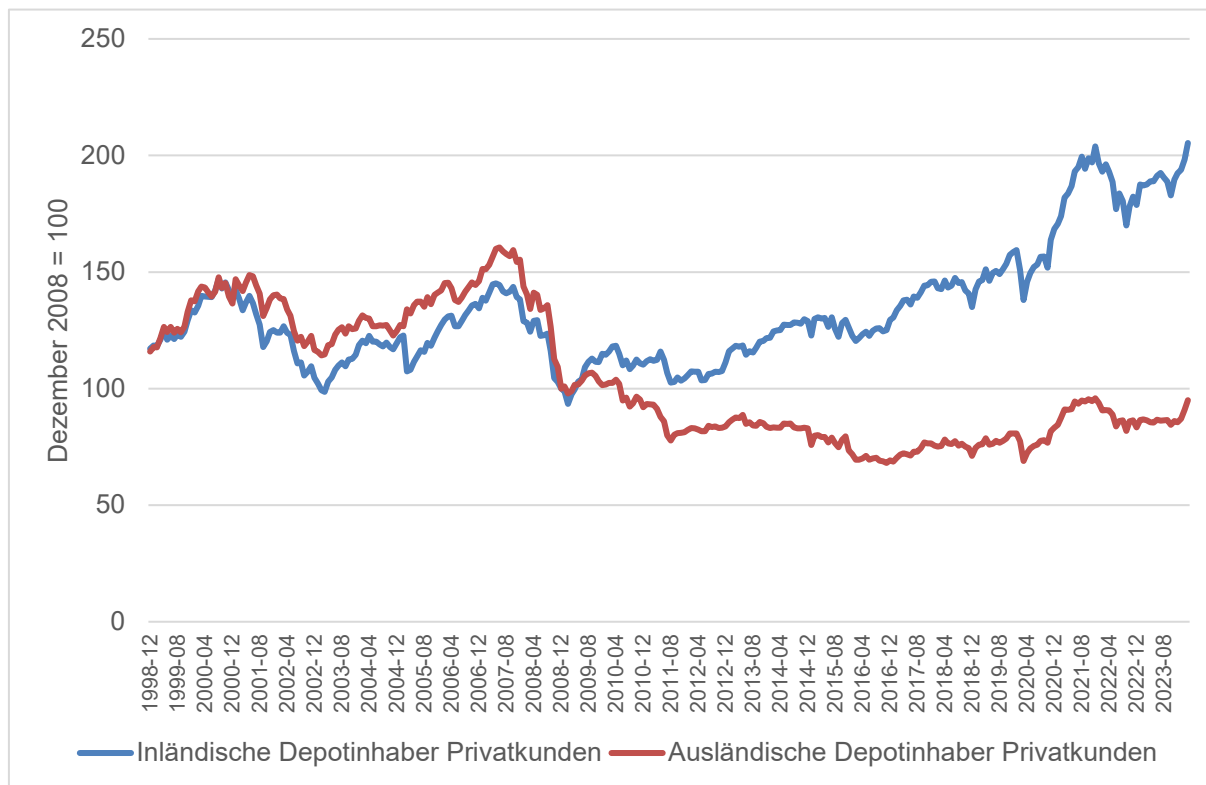
Im Bericht «Schrittweise Abschaffung der Stempelabgaben» (ESTV, 2011, S. 26) schrieb die zuständige Arbeitsgruppe: «Ein Indiz, dass sich der Standortnachteil in Grenzen hält, ist der Umstand, dass ein substanzieller Teil des Steueraufkommens durch ausländische Kunden inländischer Banken generiert wird. Dieses Steueraufkommen wird aus Sicht des Inlandes ohne Effizienzverluste aufgebracht. Dank den aus diesem Steuerexport erzielten Einnahmen können andere verzerrende Steuern aufkommensneutral niedriger angesetzt werden. Dadurch stellt sich unter dem Effizienzziel sogar eine Verbesserung ein. Aufgrund des veränderten Umfeldes für nicht deklarierte Gelder könnte allerdings die Preiselastizität der ausländischen Kunden zunehmen, so dass dieses Argument künftig etwas an Bedeutung verlieren könnte.»

Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der Wertschriftenbestände in den Kundendepots der Schweizer Banken von in- und ausländischen Privatkunden zwischen Dezember 1998 und März 2024. Die beiden Zeitreihen sind indexiert, wobei der Indexstand vom Dezember 2008 auf 100 gesetzt wurde.⁵² Vor diesem Zeitpunkt entwickelten sich Bestände der Depots in- und

⁵² Auf internationalen Druck der G20 und der OECD hat die Schweizer Regierung am 13. März 2009 den Entschluss gefasst, den OECD-Standard bei der Amtshilfe in Steuersachen gemäss Art. 26 des OECD-Musterabkommens zu übernehmen. Seither leistet die Schweiz nicht nur bei Steuerbetrug, sondern auch bei Steuerhinterziehung Amtshilfe. Ab 2009 geriet das Bankgeheimnis im internationalen Verhältnis im Zuge des Steuerstreits mit verschiedenen Ländern sowie im Zusammenhang mit verschiedenen Datenträgern, die als Informationen an ausländische Steuerbehörden gegeben wurden, unter Druck.

ausländischer Privatkunden weitgehend parallel, nachher blieben die Bestände in den ausländischen Depots deutlich hinter den inländischen zurück.

Abbildung 1 Wertschriftenbestände in den Kundendepots der Schweizer Banken



Quelle: Schweizerische Nationalbank

Diese Entwicklung ist Ausdruck davon, dass sich die Preissensibilität der ausländischen Kunden erhöht und die Wettbewerbsposition der Schweizer Banken im grenzüberschreitenden Privatkundengeschäft verschlechtert. Mit der Aufhebung des steuerlichen Bankgeheimnisses für ausländische Privatkundinnen und -kunden im Rahmen des ab 2018 wirksam gewordenen automatischen Informationsaustausches haben sich die Rahmenbedingungen verändert. Das Standortziel ist nun im Zusammenhang mit den inländischen Finanzintermediationsdienstleistungen deutlich höher zu gewichten als noch 2011.

7.2.5 Alternative Strategien bei der Umsatzabgabe

Im Hinblick auf eine Strategie bei der Umsatzabgabe sind folgende Optionen denkbar:

- **Proaktive Finanzplatzstrategie:** Wenn den Schweizer Banken im grenzüberschreitenden Vermögensverwaltungsgeschäft in Bezug auf Finanztransaktionssteuern gleich lange Spiesse eingeräumt werden sollen wie ihren ausländischen Konkurrenten, wäre die Umsatzabgabe auf ausländischen Wertschriften zumindest für ausländische Anleger aufzuheben. Diese Kunden würden dann unabhängig von ihrem Wohnsitz bei Anlagen auf ihren Handelstransaktionen mit der Wertschriftentransaktionssteuer des jeweiligen Anlagelandes belastet, falls das Anlageland eine solche Steuer kennt. Eine Doppelbelastung mit der nach dem Emissionsprinzip erhobenen Wertschriftentransaktionssteuer des Anlagelandes und der schweizerischen Umsatzabgabe auf ausländischen Wertschriften würde so vermieden. Auf Basis der Daten des Jahres 2023 wären damit Mindereinnahmen von etwa 500 Millionen Franken verbunden. Diesen statischen Mindereinnahmen ständen aber auch

Mehreinnahmen gegenüber, wenn es den Banken gelingen würde, unter den verbesserten Rahmenbedingungen zusätzlich Anlagegelder für das Depotgeschäft anzuziehen.⁵³ Es wäre dabei nicht zwingend, zugleich auch die Umsatzabgabe auf ausländischen Wertschriften für inländische Anleger abzuschaffen, was noch einmal Mindereinnahmen von 500 Millionen Franken erzeugen würde. Der Grund dafür ist, dass die bestehende Satzdifferenzierung zwischen in- und ausländischen Wertschriften in Bezug auf inländische Anleger durchaus gerechtfertigt werden kann, weil die ausländischen Wertschriften nicht durch die Verrechnungssteuer besichert sind.

- *Einnahmenbeschaffungsstrategie:* Im Sinne des Auftrags des Postulates kann man sich auch fragen, mit welchen Massnahmen zusätzliche Einnahmen im Bereich der Umsatzabgabe generiert werden könnten, ohne dass die negativen Auswirkungen auf das Standort- und das Effizienzziel allzu gross ausfallen würden. In Bezug auf das Standortziel wäre es wohl nicht angezeigt, den Steuersatz auf den ausländischen Wertschriften über die bestehenden 0,3% anzuheben, da dadurch zusätzliche ausländische Anlagegelder abwandern könnten und auch mobilere inländische Anleger grössere Anreize hätten, inländische durch ausländische Finanzintermediäre zu ersetzen. Somit bliebe eine Erhöhung des Satzes auf inländischen Wertschriften von 0,15% auf 0,30%, auch wenn dies unter dem Effizienzziel negative Auswirkungen hätte. Dies würde Mehreinnahmen im Bereich von 150 bis 200 Millionen Franken generieren.

8 Banktransaktionssteuer im Zinsdifferenzgeschäft

Im Zinsdifferenzgeschäft der Banken kann eine Steuer entweder am Kredit- oder am Einlagegeschäft ansetzen. In Europa erheben Belgien, Luxemburg, Portugal und Schweden eine Kredittransaktionssteuer auf Hypotheken. Von den G20-Ländern belastet Brasilien Kreditgeschäfte. Steuern im Einlagegeschäft sind am häufigsten in Lateinamerika und Asien anzutreffen. Von den G20-Ländern besteuert Argentinien Ein- und Auszahlungen auf Bankgirokonten.

8.1 Transaktionssteuer auf Neuhypotheken

Transaktionssteuern auf Hypothekarkrediten sind innerhalb Europas in Schweden fiskalisch am Bedeutendsten. Die Einnahmen aus der Stempelsteuer auf Hypothekarkredite auf Immobilien beliefen sich 2022 bei einem Steuersatz von 2% auf 0,26% des BIP. Mit einer solchen Steuer verteuert sich die Fremdfinanzierung von Immobilien.

Laut Daten der Schweizerischen Nationalbank beliefen sich die Neuhypotheken in der Schweiz auf ein Volumen von 78 Milliarden Franken. Davon entfielen 62 Milliarden Franken auf Wohnimmobilien. Wäre hierauf analog wie bei der Emissionsabgabe auf Eigenkapital eine Steuer von 1% erhoben worden, hätten ohne Verhaltensanpassungen Steuereinnahmen von 780 Millionen Franken bei einer Steuer auf allen Hypotheken bzw. von 620 Millionen Franken bei einer Steuer nur auf Hypotheken auf Wohnimmobilien erzielt werden können.

Um Ausweichreaktionen in längere Laufzeiten zu begegnen, wäre es zweckmässig, dass der Steuersatz von der Laufzeit des Kredits abhinge. Er könnte dann beispielsweise bei 0,1% für jedes volle oder angefangene Jahr der Laufzeit betragen.

⁵³ Der Branchenverband SWISSBANKING (2020, S. 3) merkte an, dass wegen der Umsatzabgabe Wertschriftendepots im Umfang von gut 600 Milliarden Franken im Ausland gehalten werden und dass die Umsatzabgabe neue Kunden davon abhalte, ihre Depots bei Schweizer Banken zu halten. SWISSBANKING schätzte, dass bei einer vollständigen Abschaffung der Umsatzabgabe – in erster Linie geht es dabei um die Abgabe auf ausländischen Wertschriften – das zusätzliche Geschäftspotenzial aus Repatriierung und Neugeschäft innert 10 Jahren bei rund 2'200 Milliarden Franken liegen würde.

Selbst dann wäre mit einem steuerbedingten Rückgang des Hypothekenvolumens zu rechnen. Wenn man für diesen Rückgang 5% bei den Hypotheken für Wohnimmobilien und 10% für die übrigen Hypotheken veranschlagt, so würde das Einnahmepotenzial bei rund 730 Millionen Franken bei einer Steuer auf allen Hypotheken bzw. von rund 590 Millionen Franken bei einer Steuer auf Hypotheken auf Wohnimmobilien liegen.

Es ist jedoch festzuhalten, dass sich eine solche Steuer auf Hypothekarkrediten weder unter dem Fiskal- noch unter dem Lenkungszweck rechtfertigen liesse. Unter dem Fiskalzweck geeigneter wäre eine Steuer auf dem Bodenwert und eine Abgabe zur Mehrwertabschöpfung von Planungsgewinnen in Kombination mit einer Besteuerung der Grundstückgewinne und der Mieterträge inkl. Eigenmietwerte mit Abzug der Unterhaltskosten und der Schuldzinsen. Will man unter dem Lenkungsziel die Verschuldungsanreize dämpfen, kommt auch eine Beschränkung des Schuldzinsenabzugs und / oder spezifisch für das selbstgenutzte Wohneigentum die Steuerbefreiung der Eigenmietwerte unter Streichung des Abzugs für Unterhaltskosten und des anteiligen Schuldzinsenabzugs in Frage. Für eine Besteuerung der Hypothekarkredite bleibt aber kein Platz.

8.2 Transaktionssteuer auf Bankeinlagen

Bankeinlagen bieten den Reiz einer grossen Steuerbasis, die in der Regel viel grösser ausfällt als das BIP, so dass potenziell mit einem relativ niedrigen Steuersatz ein nicht unerheblicher Betrag an Einnahmen erzielt werden kann. Solche Steuern sind leicht zu verwalten, da eine kleine Anzahl grosser Finanzinstitute die Steuer auf die Transaktionen ihrer Kunden einbehält und abführt. Daher werden Steuern auf Bankeinlagen häufig von Ländern eingeführt, die sich in einer Haushaltskrise befinden, um schnell erhebliche Einnahmen zu erzielen (MATHESON, 2011, S. 6).

Sowohl KIRILENKO UND SUMMERS (2004) als auch BACA-CAMPODONICO et al. (2006) stellen fest, dass die Einnahmen aus Bankeinlagesteuern bei konstantem Steuersatz mit der Zeit erodieren. Laut KIRILENKO UND SUMMERS (2004) schrumpfte die Steuerbasis in drei lateinamerikanischen Ländern als Reaktion auf die Einführung der Steuer um 28% bis 47%. Der Grund dafür ist, dass die Steuerzahler lernen, die Steuer zu vermeiden, indem sie Barzahlungen, mehrfache Scheckindossamente und Offshore-Bankkonten verwenden.

Daher versuchen die Regierungen häufig, den Steuersatz zu erhöhen, um die Einnahmen zu steigern, was jedoch oft zu einer noch stärkeren Schrumpfung der Bemessungsgrundlage führt. Folglich sind die Steuersätze in der Regel instabil, und die Steuern werden häufig schon wenige Jahre nach ihrer Einführung wieder abgeschafft (MATHESON, 2011, S. 6).

Die Steuer beeinträchtigt die Finanzintermediation, da die Banken, welche die Steuer zu entrichten haben, die Steuer in der Regel überwälzen, indem sie die Zinsspanne ausweiten (MATHESON, 2011, S. 6). Es resultieren dann einerseits höhere Zinsen für Kredite (Aktivzinsen), welche realwirtschaftliche Investitionen behindern und die Kreditaufnahme des Staates verteuern, und andererseits tiefere Zinsen auf Einlagen (Passivzinsen), welche die Ersparnisbildung beeinträchtigen.

Da es sich um eine Bruttotransaktionssteuer handelt, können Bankeinlagensteuern die gesamte Produktionskette durchdringen und eine Kaskadenwirkung erzielen. Dadurch werden Wertschöpfungsketten zugunsten der vertikalen Integration verzerrt (MATHESON, 2011, S. 6).

Aufgrund der Kaskadenwirkung kann die Inzidenz der Steuer komplex und unvorhersehbar ausfallen. Auch wenn sie gelegentlich als progressiv wirkend dargestellt wird, trifft sie möglicherweise nicht in erster Linie die Finanzinstitute bzw. deren Eigentümer, sondern deren Kunden. ARBALAEZ et al. (2005) beschreiben die Bankeinlagensteuer als eine Verbrauchssteuer mit einem Steuersatz, der arbiträr zwischen den Produkten variiert; ihre Inzidenz hängt somit

von der Transaktionsintensität der Verbraucherprodukte sowie von den Verbrauchsmustern ab (MATHESON, 2011, S. 6).

Es zeigt sich, dass die Erfahrungen mit Transaktionssteuern auf Bankeinlagen in der Vergangenheit nicht gut sind. Deshalb wird diese Massnahme nicht weiterverfolgt.

9 Devisentransaktionssteuer

TOBIN (1974, 1978) schlug 1972 in seinen Janeway Lectures an der Princeton University eine weltweit einheitliche Steuer auf Kassa-Devisentransaktionen vor. Nach einem Grundpostulat der Wirtschaftstheorie offener Volkswirtschaften sind feste Wechselkurse, internationale Kapitalmobilität und nationale geldpolitische Autonomie nicht alle drei gleichzeitig miteinander vereinbar. Die «Tobin-Steuer» zielt daher darauf ab, «Sand ins Getriebe der Märkte zu streuen». Sie soll Spielraum für unterschiedliche nationale Zinssätze schaffen, damit die nationale Geldpolitik auf inländische makroökonomische Erfordernisse reagieren kann, die sich aus der unvollkommenen Anpassung der Arbeits- und Gütermärkte an Schocks ergeben. Dies gilt auch, wenn die Tobin-Steuer die Volatilität der Wechselkurse nicht senken würde (EICHENGREEN et al., 1995, S. 165). Die Hoffnung, dass die Volatilität der Wechselkurse sich verringern würde, hängt davon ab, dass die Tobin-Steuer Marktteilnehmer mit einem kürzeren Anlagehorizont und kürzerer Haltedauer stärker abschreckt als Marktteilnehmern, die langfristige Auslandsinvestitionen tätigen und sich ansonsten an den Fundamentaldaten orientieren.

Mit der Einführung der gemeinsamen Währung in einer zunehmenden Zahl von EU-Mitgliedstaaten hat die ursprüngliche Idee der Besteuerung von Währungstransaktionen im europäischen Kontext stark an Bedeutung verloren (HEMMELGARN UND NICODÈME, 2008, S. 30f.; PEKANOV UND SCHRATZENSTALLER, 2017, S. 1). Sie wird gelegentlich noch von Nichtregierungsorganisationen propagiert, die in ihr ein Instrument sehen, um Einnahmen zur Finanzierung von Entwicklungshilfe oder ähnlichen Projekten zu erzielen und gleichzeitig die Finanzmärkte zu zähmen (HEMMELGARN UND NICODÈME, 2008, S. 31).

EICHENGREEN et al. (1995, S. 165) weisen darauf hin, dass eine Steuer auf Devisentransaktionen zwingend universell und einheitlich aufgelegt werden müsste. Sie müsste für alle Länder gelten, und der Steuersatz müsste auf allen Märkten gleich sein. Würde sie unilateral von einem Land eingeführt, würde der Devisenhandel dieses Landes einfach ins Ausland abwandern.⁵⁴ Entsprechend macht eine unilaterale Einführung einer Devisentransaktionssteuer allein schon aus diesem Grund keinen Sinn; sie fällt daher als Finanzierungsquelle für die AHV ausser Betracht.

10 Abschätzung des Mehreinnahmepotenzials

Tabelle 10 fasst das Einnahmepotenzial, das aus den Erwägungen in den Ziffern 6 bis 9 abgeleitet worden ist, zusammen. Allerdings wird aus den vorgenannten Gründen keine dieser Massnahmen empfohlen. Die Schätzungen zeigen zudem, dass das Ertragspotenzial eines Ausbaus der bereits existierenden Finanztransaktionssteuern beschränkt ist.

⁵⁴ Dies gilt jedenfalls für frei konvertible Währungen. Ausserhalb Europas belasten von den G20-Ländern Argentinien und Brasilien auf unilateralem Weg Devisentransaktionen.

Tabelle 10 Potenzielle Mehreinnahmen nach Steuerart und Massnahme

Betroffene Steuer	Massnahme	Mehreinnahmen
Emissionsabgabe	Erhöhung Steuersatz von 1% auf 2%.	200 Mio. Franken
	Senkung Freibetrag von 1 Mio. auf 500'000 Franken	Nicht quantifiziert
	Erhöhung Steuersatz von 1% auf 2% in Kombination mit Senkung Freibetrag von 1 Mio. auf 250'000 Franken	Nicht quantifiziert
	Wiedereinführung der Emissionsabgabe auf Anleihen	220 Mio. Franken, netto nach Abzug der vom Bund selbst entrichteten Steuer
Umsatzabgabe	Erhöhung des Steuersatzes auf inländischen Wertschriften von 0,15% auf 0,30%	150 bis 200 Mio. Franken
Finanztransaktionssteuer auf Neuhypotheken	Einführung Finanztransaktionssteuer auf Neuhypotheken auf Wohnimmobilien mit Steuersatz 0,1% für jedes volle oder angefangene Jahr der Laufzeit	590 Mio. Franken
	Einführung Finanztransaktionssteuer auf alle Neuhypotheken mit Steuersatz 0,1% für jedes volle oder angefangene Jahr der Laufzeit	730 Mio. Franken

Quelle: Eigene Darstellung

11 Alternativen zu Finanztransaktionssteuern

Da Wertschriftentransaktionssteuern Produktionsentscheidungen verzerren, sollten sie grundsätzlich vermieden werden, wenn effizientere Steuern zur Verfügung stehen, die auf das Einkommen oder den Konsum zugreifen (MATHESON 2011, S. 26; vorne Ziffer Rechtfertigung unter dem Fiskalzweck 3.1). Dieser Abschnitt befasst sich mit Alternativen zu Wertschriftentransaktionssteuern, um entweder Einnahmen aus dem Finanzsektor (Ziffer 0) zu erzielen oder im Sinne des Lenkungsziels Exzesse im Finanzsektor einzudämmen (Ziffer 11.2). Da die Schweiz eine Emissions- und eine Umsatzabgabe kennt, liegt keine Unterbesteuerung des Finanzsektors vor und sind die fiskalisch motivierten Varianten daher als mögliche Alternativen und nicht als Ergänzung zu den bereits bestehenden Finanztransaktionssteuern zu verstehen.

11.1 Fiskalzweck

11.1.1 Ausweitung der Mehrwertsteuer auf zusätzliche Finanzdienstleistungen

Wenn das Ziel darin besteht, Einnahmen aus dem Finanzsektor zu erzielen, besteht eine zu den existierenden Finanztransaktionssteuern alternative Möglichkeit darin, die Anwendung der Mehrwertsteuer (MWST) auf Finanzdienstleistungen zu verbessern (MATHESON 2011, S. 27).

Da es schwierig ist, Dienstleistungen zu besteuern, die durch eine finanzielle Marge abgegolten werden, wie z. B. Kreditvergabe, Einlagengeschäft und «market making», sind Finanzdienstleistungen häufig von der Mehrwertsteuer befreit. Dies führt zu einer Überbesteuerung der Dienstleistungen für Unternehmen, die keinen Vorsteuerabzug für die auf Vorleistungen des Finanzsektors gezahlte Mehrwertsteuer erhalten, aber zu einer Unterbesteuerung für die Verbraucher, die keine Mehrwertsteuer auf den von den Finanzinstituten geschaffenen Mehrwert zahlen müssen (MATHESON 2011, S. 27). HUIZINGA (2002) schätzt, dass dies zu einer Nettounterbesteuerung von Finanzdienstleistungen führt. Eine Ausweitung der Mehrwertsteuer auf alle gebührenpflichtigen Finanzdienstleistungen würde diese Verzerrungen teilweise korrigieren. Systeme für die Anwendung der Mehrwertsteuer auf Bankzinssmargen wurden ebenfalls entwickelt, aber wegen ihrer Komplexität nicht umgesetzt. In der Studie der Arbeitsgruppe «Schrittweise Abschaffung der Stempelabgaben» vom 18. September 2012 wurden die potenziellen Mehreinnahmen einer Unterstellung von bisher ausgenommener Finanzdienstleistungskommissionen unter die Mehrwertsteuer auf lediglich 81 Millionen Franken gegenüber dem damals auf 1,4 Milliarden Franken veranschlagten Steuerertrag der Umsatzabgabe geschätzt.

11.1.2 Financial activities tax (FAT)

Als Ersatz für die Umsatz- und die Emissionsabgabe könnte vor dem Hintergrund der unvollständigen Besteuerung der Finanzdienstleistungen durch die Mehrwertsteuer eine Finanzaktivitätssteuer («financial activities tax», FAT), wie sie vom IMF (2010) und KEEN et al. (2016) beschrieben wird, eingeführt werden. Diese könnte entweder auf eine umfassende Wertschöpfungsbasis oder auf Vergütungen und Gewinne oberhalb eines bestimmten Schwellenwerts, d.h. auf Renten des Finanzsektors, angewendet werden. Da beide Arten von FAT für den Unternehmenssektor als Nutzer von Finanzdienstleistungen nicht anrechenbar wären, würden sie zu einem gewissen Kaskadeneffekt führen. Da eine FAT jedoch die Nettowertschöpfung und nicht den Bruttowert der Transaktionen besteuert, löst sie weniger Kaskadeneffekte aus als eine Finanztransaktionssteuer und wäre weniger wettbewerbsverzerrend, wenn es darum geht, einen bestimmten Betrag an Einnahmen zu erzielen (MATHESON 2011, S. 27).

11.2 Lenkungsziel gegen Überschuldungsanreize

Besteht das Ziel darin, im Sinne des Lenkungsziels übermässige Fremdfinanzierung, deren Hebelwirkung als Ursache möglicher Exzesse auf den Finanzmärkten angesehen wird, einzudämmen, sind andere steuerliche und/oder regulatorische Lösungen den Steuern auf Wertschriftentransaktionen überlegen (MATHESON 2011, S. 26). Die Komplexität der Finanzmärkte ist weder ausschliesslich noch hauptsächlich auf Handelsaktivitäten zurückzuführen. Die Anhäufung versteckter finanzieller Risiken in der Finanzkrise von 2008 resultierte vor allem aus übermässiger Verschuldung, Risikokonzentration und Produktinnovationen wie der Verbriefung von Vermögenswerten, die von einer Transaktionssteuer weitgehend unberührt geblieben wären (MATHESON 2011, S. 26). Eine Wertschriftentransaktionssteuer adressiert auch das systemische Risiko nicht direkt (MATHESON 2011, S. 26).

11.2.1 Financial stability contribution (FSC)

Um die Verschuldung auf institutioneller Ebene einzudämmen, kann eine Steuer auf Bilanzschulden (abzüglich versicherter Einlagen und Eigenkapital), wie die «financial stability contribution» (FSC), eingesetzt werden (IMF, 2010). Die FSC lässt sich so ausgestalten, dass systemrelevante Institute stärker besteuert werden, da ihre Risiken eine grössere Gefahr für die Gesamtwirtschaft darstellen (MATHESON 2011, S. 26).

Im Unterschied zu anderen Ländern hat die Schweiz keine FSC eingeführt und stattdessen die Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen verschärft.⁵⁵ Zudem schlug der Bundesrat in der Botschaft vom 6. September 2023 zur Änderung des Bankengesetzes («public liquidity backstop») (23.062) vor, eine von den Banken, die systemrelevant oder Teil einer systemrelevanten Finanzgruppe sind, zu entrichtende Ex-ante-Pauschale zuhanden des allgemeinen Bundeshaushaltes zu erheben. Damit soll das Risiko abgegolten werden, welches der Bund mit der Möglichkeit übernimmt, Ausfallgarantien für Liquiditätshilfe-Darlehen der Schweizerischen Nationalbank zu gewähren. Die Vorlage befindet sich derzeit in der parlamentarischen Beratung.

11.2.2 Umgestaltung der Gewinnsteuer

Ein weiteres Mittel, die Verschuldungsanreize auf Unternehmensebene zu eliminieren, wäre eine Reform der Gewinnsteuer, die aufgrund ihrer unterschiedlichen Behandlung von Zinsen und Gewinnen die Fremd- gegenüber der Eigenkapitalfinanzierung fördert (MATHESON 2011, S. 26). Diese Ungleichbehandlung könnte auf Unternehmensebene korrigiert werden, indem entweder die Schuldzinsen nicht mehr abzugsfähig sind («comprehensive business income

⁵⁵ Vgl. KARRER, 2010; VON DER CRONE UND BEELER, 2012.

tax» (CBIT))⁵⁶ oder indem ein zusätzlicher Abzug für die kalkulatorische Verzinsung des Eigenkapitals vorgesehen wird (Zinsbereinigte Gewinnsteuer, «allowance for corporate equity», ACE).⁵⁷

Comprehensive business income tax (CBIT)

Eine CBIT erfasst das Vermögenseinkommen auf Unternehmensebene in Höhe des Gewinnsteuersatzes. Wird die CBIT unilateral eingeführt, erzeugt sie einen Standortnachteil, weil sie für ausländische Investoren zu Doppelbelastungen führt und daher unattraktiv ist. Ernsthaft in Betracht gezogen werden könnte sie daher nur als Kernbaustein eines international harmonisierten Steuersystems, und ihre Vorteilhaftigkeit steht und fällt mit der dort beschriebenen Harmonisierung. Verständigten sich alle (wesentlichen) Industriestaaten auf die Anwendung dieser Steuer, und gelänge die Harmonisierung von Steuersätzen, Bemessungsgrundlagen und Erhebungstechniken, würde die CBIT sowohl Kapitalexporthneutralität als auch die Durchsetzung des Steueranspruchs gegenüber den Vermögenseinkommensbeziehern sichern. Auf persönlicher Ebene wären dann alle Vermögenseinkommen, gleichgültig ob sie aus dem Inland oder aus dem Ausland stammen, beim Empfänger freigestellt.

Zinsbereinigte Gewinnsteuer

Demgegenüber liesse sich eine zinsbereinigte Gewinnsteuer auch unilateral implementieren.⁵⁸ Auf Unternehmensebene würde von der Gewinnsteuer nur noch Vermögenseinkommen in Form von Risikoprämien und ökonomischen Renten steuerlich erfasst, während die Verzinsung des (Eigen-)Kapitals zum risikolosen Zinssatz freigestellt wäre. Auf persönlicher Ebene sind verschiedene Ausgestaltungsvarianten möglich, welche Vermögenseinkommen – je nach Variante – höher oder weniger hoch, separat vom Erwerbseinkommen in Form einer Abgeltungssteuer oder zusammen mit dem Erwerbseinkommen zum gleichen persönlichen Steuersatz belasten.⁵⁹

Debt equity bias reduction allowance (DEBRA)

Am 11. Mai 2022 legte die Europäische Kommission einen Richtlinienentwurf zu einer «debt equity bias reduction allowance» (DEBRA) vor.⁶⁰ Der Entwurf kombiniert für nichtfinanzielle

⁵⁶ Wird die Steuer entsprechend der Steueridee wirklich umfassend («comprehensive») ausgestaltet, schliesst die Bemessungsgrundlage alle Faktorzahlungen ein, die nicht Arbeitseinkommen sind, also neben Gewinnen und Schuldzinsen auch gezahlte Mieten und Pachten oder gezahlte Nutzungsentgelte für Patente und Lizenzen. In diesem Fall belastet die CBIT das gesamte Vermögenseinkommen auf Unternehmensebene.

⁵⁷ Bei der Variante «allowance for corporate capital» (ACC) wird der Abzug für die kalkulatorische Verzinsung auf das Fremd- und das Eigenkapital angewandt und im Gegenzug die bisherige Abzugsfähigkeit der Schuldzinsen abgeschafft.

⁵⁸ Allerdings erzeugt die OECD-Mindestbesteuerung einen Anreiz, die nationale Bemessungsgrundlage der Gewinnsteuer im Hinblick auf eine möglichst standortattraktive Steuerbelastung an die OECD-Bemessungsgrundlage anzugleichen. Dies spricht gegen die unilaterale Einführung der zinsbereinigten Gewinnsteuer, solange ein Abzug für die kalkulatorische Verzinsung des Eigenkapitals nicht auch in die OECD-Bemessungsgrundlage Eingang finden würde.

⁵⁹ Im Rahmen des 2020 in Kraft getreten Bundesgesetzes über die Steuervorlage 17 (SV17; BBl 2018 2527) wurde im Bundesgesetz vom 14. Dezember 1990 über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden (Steuerharmonisierungsgesetz, StHG; SR 642.14) in Art. 25a^{bis} ein Abzug auf Eigenfinanzierung eingeführt. Unter bestimmten, restriktiven Bedingungen sind die Kantone ermächtigt, auf überdurchschnittlich hohem Eigenkapital den Abzug eines kalkulatorischen Zinses auf dem Eigenkapital vorzusehen. Die Anforderungen an die Höhe des Eigenkapitals sind hoch, so dass nur eine Minderheit der Gesellschaften von diesem Abzug profitieren kann. Einzig der Kanton Zürich hat diesen Abzug eingeführt.

⁶⁰ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:52022PC0216>

Kapitalunternehmen einen Abzug für die kalkulatorische Eigenkapitalverzinsung mit einer Beschränkung des Schuldzinsabzugs. Dieser Richtlinienentwurf der Kommission ist seit Dezember 2022 im Rat ausgesetzt.

Die erste Massnahme sieht den Abzug von kalkulatorischen Eigenkapitalzinsen auf dem im laufenden Steuerjahr zusätzlich gebildeten Eigenkapital vor. Der kalkulatorische Eigenkapitalzins auf dieses so gebildete zusätzliche Eigenkapital wird für zehn Jahre als steuerlicher Aufwand anerkannt. Die Verzinsung entspricht dem risikofreien Zinssatz für Anlagen mit einer Laufzeit von zehn Jahren zuzüglich eines Risikoaufschlags in Höhe von 1% bzw. 1,5% für kleine und mittelgrosse Unternehmen (KMU). In absoluter Höhe ist der Eigenkapitalzinsabzugsbetrag auf 30% des Gewinns vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) begrenzt. Die zweite Massnahme sieht eine begrenzte Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen vor. Diese sollen grundsätzlich nur noch zu 85% abzugsfähig sein, soweit sie die Zinserträge übersteigen.

12 Besteuerungskompetenz des Bundes und Einnahmenverwendung

12.1 Bundeskompetenz zur Erhebung von Finanztransaktionssteuern

Die Erhebungskompetenz des Bundes für die beiden bestehenden Finanztransaktionssteuern, die Emissions- und die Umsatzabgabe, stützt sich auf Artikel 132 Absatz 1 BV. Diese Bestimmung deckt auch Massnahmen ab, welche Steuersatzerhöhungen bei der Emissions- oder Umsatzabgabe oder die Senkung des Freibetrages oder die Wiedereinführung der Abgabe auf Anleihen bei der Emissionsabgabe beinhalten würden. Diese Massnahmen könnten daher ohne Verfassungsänderung umgesetzt werden.

Artikel 132 Absatz 1 BV ist auf die bisher vom Bund erhobenen Stempelabgaben zugeschnitten, zu denen neue zusätzliche Finanztransaktionssteuern keinen genügend engen Konnex aufweisen – insbesondere auch vor dem historischen Hintergrund der Stempelabgaben. Falls solche neuen zusätzlichen Finanztransaktionssteuern eingeführt würden, müsste für diese daher eine neue Verfassungsgrundlage geschaffen werden.

12.2 Verwendung der Einnahmen zugunsten der AHV

12.2.1 Verfassungsrechtliche Finanzierungsvorgaben für die AHV und IV

Die Absätze 3 bis 5 des Artikels 112 BV enthalten die verfassungsrechtlichen Vorgaben für die Finanzierung der AHV und der IV:

- Nach Absatz 3 wird die Versicherung durch die Versicherten (Bst. a), wobei die Arbeitgeberinnen und Arbeitgeber für ihre Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer die Hälfte der Beiträge bezahlen, und durch den Bund (Bst. b) finanziert.
- Nach Absatz 4 dürfen die Leistungen des Bundes höchstens die Hälfte der Ausgaben betragen. Diese Begrenzung dient dem Zweck, den Versicherungscharakter der ersten Säule zu wahren, indem mindestens die Hälfte der Ausgaben durch Beiträge finanziert wird (GÄCHTER UND FILIPPO, 2015, Art. 112 BV N 37).
- Nach Absatz 5 werden die Leistungen des Bundes in erster Linie aus dem Reinertrag der Tabaksteuer (Art. 131 Abs. 1 Bst. a BV), der Steuer auf gebrannten Wassern (Art. 131 Abs. 1 Bst. b BV) und der Abgabe aus dem Betrieb von Spielbanken (Art. 106 Abs. 2 BV) gedeckt.

Darüber hinaus enthält Artikel 130 BV derzeit ebenfalls zwei Bestimmungen zur Finanzierung der AHV und IV bzw. der AHV mittels der Mehrwertsteuer:

- Nach Absatz 3 kann in der Form eines Bundesgesetzes der Normalsatz um höchstens 1 Prozentpunkt und der reduzierte Satz um höchstens 0,3 Prozentpunkte erhöht werden, wenn wegen der Entwicklung des Altersaufbaus die Finanzierung der AHV und IV nicht mehr gewährleistet ist. Diese Bestimmung ist seit dem 1.1.1999 in Kraft (IMSTEPF UND BEUSCH, 2023, Art. 130 BV N 97; GÄCHTER UND FILIPO, 2015, Art.112 BV N 39).
- Mit dem per 1.1.2024 in Kraft getretenen Absatz 3^{ter} erhöhte der Bundesrat zur Sicherung der Finanzierung der Alters- und Hinterlassenenversicherung und gebunden an die Vereinheitlichung des Referenzalters von Frauen und Männern in der AHV den Normalsatz um 0,4 Prozentpunkte, den reduzierten Satz und den Sondersatz für Beherbergungsleistungen um je 0,1 Prozentpunkte.

Es zeigt sich, dass die Mehrwertsteuer als Finanzierungsinstrument zur Sicherung besonderer Übergangssituationen eingesetzt wird (KIESER 2023, Art. 112 BV N 31). Die beiden in Kraft stehenden Massnahmen dienen dazu, die ungünstigen Folgen des Altersaufbaus auf die Finanzierung zu dämpfen. Im Sinne eines temporären Finanzierungsinstruments wurden zudem die Mehrwertsteuersätze zwischen dem 1.1.2011 und dem 31.12.2017 zur Sicherung der Finanzierung der Invalidenversicherung angehoben (vgl. Art. 196 Ziff. 14 BV).

Da die Beiträge aus öffentlichen Mitteln für AHV und IV 2022 29,62% der Finanzierung bestreiten (vgl. Tabelle 11), ist die verfassungsrechtliche Obergrenze von 50% nach Artikel 112 Absatz 4 BV nicht ausgeschöpft.

Artikel 112 Absatz 5 BV schliesst andere Quellen für die öffentliche Finanzierung der AHV als die in dieser Bestimmung ausdrücklich genannten Erträge aus der Tabaksteuer, der Steuer auf gebrannten Wassern und der Abgabe aus dem Betrieb von Spielbanken nicht aus. Wie oben erwähnt, sieht Artikel 130 BV eine ergänzende Finanzierung durch die Mehrwertsteuer vor. Artikel 104 Absatz 2 AHVG regelt, dass der Betrag, der nach der Finanzierung durch die Erträge der oben genannten Steuern verbleibt, aus allgemeinen Bundesmitteln finanziert wird. Artikel 112 Absätze 4-5 BV steht daher einer zusätzlichen Finanzierung der AHV durch eine Finanztransaktionssteuer nicht entgegen. Die Zweckbindung von Steuern braucht nicht zwingend eine Verfassungsgrundlage, sondern kann an sich auch auf Stufe Bundesgesetz vorgesehen werden, wobei sie dann aber allfällige Zweckbindungen auf Stufe Bundesverfassung nicht übersteuern darf. Es wäre aber im Rahmen der oben beschriebenen Finanzierungskonzeption der AHV folgerichtig, wenn eine Finanztransaktionssteuer, deren Einnahmen der AHV zufließen sollen, in die Liste der in Artikel 112 Absatz 5 BV ausdrücklich genannten Steuern aufgenommen würde.

Tabelle 11 Finanzierung der AHV und IV im Jahr 2023

	AHV	IV	AHV + IV
	in Mio. Franken	in Mio. Franken	in Mio. Franken
Beiträge Versicherte und Arbeitgeber	37'428	6'084	43'476
Beiträge aus öffentlichen Mitteln	13'749	4'031	17'780
Bundesbeiträge	10'090	4'031	14'121
Tabaksteuer (zweckfinanziert)	2'025		2'025
Steuer auf gebrannten Wassern (zweckfinanziert)	239		239
Allgemeine Bundesmittel	7'826		7'826
MWST-Anteil (direkt zugunsten der AHV)	3'184		3'184
Spielbankenabgabe (direkt zugunsten der AHV)	475		475
Einnahmen aus Regress	5	35	40
Übrige Einnahmen	0		0
Einnahmen (Umlageergebnis)	51'182	10'114	61'296
Kapitalertrag	648	59	708
Einnahmen (GRSV-Ergebnis)	51'831	10'173	62'004
Kapitalwertänderungen	979	97	1'076
Einnahmen (Betriebsergebnis)	52'810	10'270	63'079
Ausgaben	49'953	10'064	60'017
Beiträge aus öffentlichen Mitteln in % der Ausgaben	27.52%	40.05%	29.62%
Bundesbeiträge in % der Ausgaben	20.20%	40.05	23.53

Quelle: BSV

12.2.2 Finanzierungsgrundsätze der Sozialversicherung

Über die Frage der Verfassungsmässigkeit hinaus ist von Interesse, wie sich eine allfällige Finanzierung der AHV durch eine Finanztransaktionssteuer in die Finanzierungsgrundsätze der Sozialversicherung bzw. der AHV einfügt.

Im Hinblick auf die Finanzierung der einzelnen Sozialversicherungszweige und gerade auf das Abstellen auf allgemeine (Steuer-)Mittel hält KIESER (2023, Art. 112 BV N 31) fest, dass sich der Gesetzgeber nicht durchwegs von allgemeinen, erkennbaren Grundsätzen leiten liess. Es fehle an einer Gesamtsicht über das gesamte Sozialversicherungssystem. Die Rechtsetzung handle situativ, lasse sich dabei aber wohl davon leiten, die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der einzelnen Versicherten bzw. der Arbeitgebenden nicht übermässig zu strapazieren. Im Hinblick auf den Stellenwert der einzelnen Finanzierungsquellen zeigten sich unterschiedliche – und zuweilen widersprüchliche – Elemente. Der Gesetzgeber finanziere offensichtlich diejenigen Sozialversicherungszweige, welche als eigentliche Volksversicherungen ausgestaltet seien, in besonderem Masse durch weitere Finanzierungsquellen ausserhalb der Beiträge der Versicherten und der Arbeitgebenden. Dies zeige sich besonders deutlich bei der AHV, der IV und – wesentlich zurückhaltender – bei der Krankenversicherung. Anders sei der Entscheid des Gesetzgebers bei den Entschädigungen für Dienstleistende und bei der Mutterschaftsentschädigung ausgefallen; zwar handle es sich auch hier um Volksversicherungen, doch leiste die öffentliche Hand keine Beiträge.

12.3 Einnahmenverwendung zu anderen Zwecken

In der Anfrage 23.1069 wollte Nationalrat Müller-Altermatt wissen, ob der Bundesrat es als sinnvoll erachte, dass bei der Berichterstattung zum Postulat 21.3440 auch die Finanzierung anderer Staatsaufgaben geprüft werde und ob der Bundesrat auch Bericht darüber erstatte, wie eine Finanztransaktionssteuer zugunsten der allgemeinen Bundeskasse ausgestattet werden könnte.

Der Bundesrat hielt in seiner Antwort fest, dass weder die Vor- und Nachteile einer Finanztransaktionssteuer gegenüber anderen Steuern noch deren optimale Ausgestaltung von der Verwendung der Einnahmen abhingen. Die steuerpolitischen Erkenntnisse des vorliegenden

Berichts lassen sich daher ohne weiteres auf die Frage der Finanzierung anderer Staatsaufgaben als der AHV übertragen.

13 Schlussfolgerungen und Empfehlungen

Finanztransaktionssteuern im Allgemeinen und die Umsatzabgabe im Besonderen werden unabhängig von der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der Betroffenen erhoben und wirken sich für die Schweizer Börsen und die Wettbewerbsposition der Schweizer Finanzintermediäre im internationalen Vermögensverwaltungs- und Depotgeschäft standortschädlich aus. Bereits in seiner Stellungnahme zum Po. 21.3440 hielt es der Bundesrat nicht für sinnvoll, die langfristig ausgerichtete Finanzierung der AHV auf Finanztransaktionssteuern abzustützen. Er sprach sich auch gegen eine Reallokation der Einnahmen der in der Schweiz bereits bestehenden Umsatzabgabe von der allgemeinen Bundeskasse zugunsten der AHV oder gegen die Einführung einer neuen Finanztransaktionssteuer mit Zweckbindung zugunsten der AHV aus.

Der vorliegende Bericht liefert keine Argumente, die für eine Neu Beurteilung sprechen würden. Er zeigt auf, dass die Schweiz Finanztransaktionen bereits heute stärker besteuert als europäische Vergleichsländer und dass das zusätzliche Einnahmepotenzial aus Finanztransaktionssteuern beschränkt ist. Im Hinblick auf die mittel- bis langfristige Finanzierung der AHV dürften sie daher keine stabile Finanzierungsquelle darstellen. Dementsprechend hält der Bundesrat an seiner Position fest und empfiehlt, weder die bereits bestehenden Emissions- und Umsatzabgaben heranzuziehen noch zusätzliche neue Finanztransaktionssteuern für die Finanzierung der AHV oder des allgemeinen Bundeshaushaltes einzuführen.

Literaturverzeichnis

- AKERLOF, GEORGE A. UND SHILLER, ROBERT J. (2008): *Animal Spirits*, Princeton, New Jersey.
- ALLEN, FRANKLIN UND GALE, DOUGLAS (2000): «Bubbles and Crises», *The Economic Journal*, 110, S. 236-255.
- AMIHUD, YAKOV UND MENDELSON, HAIM (1992): «Transaction Taxes and Stock Values», In *Modernizing U.S. Securities Regulations*, ed., by Kenneth Lehna and Robert Kamphius, (Burr Ridge, Illinois, S. 477-502.
- AMIHUD, YAKOV; MENDELSON, HAIM UND PEDERSEN, LASSE H. (2005): «Liquidity and Asset Prices», MPRA Paper 63677, München.
- BACA-CAMPODONICO, JORGE; DE MELLO, LUIS UND KIRILENKO, ANDREI (2006): «The Rates and Revenue of Bank Transaction Taxes», OECD Economics Department Working Paper No. 494.
- BALTAGI, BADI H.; DONG LI UND LI, QI (2006): «Transaction Tax and Stock Market Behavior: Evidence from an Emerging Market», *Empirical Economics*, 31, S. 393-408.
- BANKS, JAMES UND DIAMOND, PETER (2010): *The Base for Direct Taxation. Dimensions of Tax Design: The Mirrlees Review*, ed. by the Institute for Fiscal Studies, Chap. 6, S. 548-648), Oxford.
- BASTANI, SPENCER UND WALDENSTÖM, DANIEL (2020): «How should Capital Be Taxed?», *Journal of Economic Surveys*, 34, S. 812-846.
- BAUER-BALMELLI, MAJA UND KÜPFER, MARKUS (2019): «Vorbemerkungen StG», in: Martin Zweifel, Michael Beusch, Maja Bauer-Balmelli, *Basler Kommentar Bundesgesetz über die Stempelabgaben*, 2. Auflage, Basel.
- BECCHETTI, LEONARDO; FERRARI, MASSIMO UND TRENTA, UGO (2014): «The Impact of the French Tobin Tax», *Journal of Financial Stability*, 15, S. 127-148.
- BLOCK, STANLEY (2007): «The Liquidity Discount in Valuing Privately Owned Companies», *Journal of Applied Finance*, 17, S. 33-40.
- BLOOMFIELD, ROBERT; O'HARA, MAUREEN UND SAAR, GIDEON (2005): «The "Make or Take" decision in an Electronic Market: evidence on the Evolution of Liquidity», *Journal of Financial Economics*, 75, S. 165-199.
- BLOOMFIELD, ROBERT; O'HARA, MAUREEN UND SAAR, GIDEON (2009): «How Noise Trading Affects Markets: An Experimental Analysis», *Review of Financial Studies*, 22, S. 2275-2302.
- BOADWAY, ROBIN (2012): *From Optimal Tax Theory to Tax Policy*. Cambridge Mass. und London.
- BOND, STEVE; HAWKINS, MIKE UND KLEMM, ALEXANDER (2004): «Stamp Duty on Shares and its Effect on Share Prices», Institute for Fiscal Studies, London, Working Paper WP04/11.
- BROGAARD, JONATHAN; HENDERSHOTT, TERRENCE UND RIORDAN, RYAN (2014): «High-frequency trading and price discovery», *The Review of Financial Studies*, 27, S. 2267-2306.
- BROGAARD, JONATHAN; HENDERSHOTT, TERRENCE UND RIORDAN, RYAN (2019): «Price Discovery without Trading evidence from Limit Orders», *Journal of Finance*, 74, S. 1621-1658.
- BRUNNERMEIER, MARKUS K. UND OEHMKE MARTIN (2012): «Bubbles, Financial Crisis, and Systemic Risk», NBER Working Paper 18398.
- CALGAGNO, RICCARDO UND LOVO, STEFANO (2006): «Bid Ask Price Competition with Asymmetric Information between Market Makers», *Review of Economic Studies*, 73, S. 329-355.

CANNAS, GIUSEPPINA; CARIBONI, JESSICA; MARCHESI, MASSIMO; NICODÈME, GAETAN; GIUDICI, MARCO. P UND ZEDDA, STEFANO (2014): «Financial Activities Taxes, Bank Levies and Systemic Risk», European Commission Taxation Papers, Working Paper No. 43.

CAPELLE-BLANCARD, GUNTHER UND HAVRYLCHYK, OLENA (2016): «The Impact of the French Securities Transaction Tax on Market Liquidity and Volatility», *International Review of Financial Analysis*, 47, S. 166-178.

CAPPELLETTI, GIUSEPPE; GUAZZAROTTI, GIOVANNI UND TOMMASINO, PIETRO (2017): «The Stock Market Effects of a Securities Transaction Tax: Quasi-Experimental Evidence from Italy», *Journal of Financial Stability* 31: 81–92.

CHOU, ROBIN K. UND WANG, GEORGE H. K. (2006): «Transaction Tax and Market Quality of the Taiwan Stock Index Futures», *Journal of Futures Markets: Futures, Options, and Other Derivative Products*, 26, S. 1195–1216.

CIPRIANI, MARCO UND GUARINO, ANTONIO (2008): «Transaction Costs and Informational Cascades in Financial Markets», *Journal of Economic Behavior and Organization*, 68, S. 581-592.

COELHO, MARIA (2016): «Dodging Robin Hood: Responses to France and Italy's Financial Transaction Taxes», Job Market Paper, University of California. Via Internet (28.8.2019): <<https://ssrn.com/abstract=2389166>>.

COLLIARD, JEAN-EDOUARD UND HOFFMANN, PETER (2017): «Financial Transaction Taxes, Market Composition, and Liquidity», *The Journal of Finance*, 72, S. 2685-2716.

CONRAD, JENNIFER; WAHAL, SUNIL UND XIANG, JIN (2015): «High-frequency quoting, trading, and the efficiency of prices», *Journal of Financial Economics*, 116, S. 271-291.

CONSOB (2018): Report on financial investments of Italian households – Behavioural attitudes and approaches.

CONSTANTINIDES, GEORGE M. (1986): «Capital Market Equilibrium with Transaction Costs», *Journal of Political Economy*, 94, S. 842-862.

DOMAR, EVSEY D. UND MUSGRAVE, RICHARD A. (1944): «Proportional Income Taxation and Risk-Taking», *Quarterly Journal of Economics*, 58, S. 388-422.

DOW, JAMES UND RAHI, ROHIT (2000): «Should speculators be taxed?», *Journal of Business*, 73, S. 89-107.

EASLEY, DAVID UND O'HARA, MAUREEN (1992): «Time and the Process of Security Price Adjustment», *Journal of Finance*, 47, S. 576-605.

EICHENGREEN, BARRY; TOBIN, JAMES UND WYPLOSZ, CHARLES (1995): «Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance», *Economic Journal*, 105, S. 1565-1593.

ESTV (2011): «Schrittweise Abschaffung der Stempelabgaben», Bericht der Arbeitsgruppe.

EUROPEAN COMMISSION (2010a): «Financial Sector Taxation», Taxation Working Paper (10).

EUROPEAN COMMISSION (2010b) «Innovative Financing at the Global Level», Commission Staff Working Document (409).

EUROPEAN COMMISSION (2013) « Impact Assessment: Proposal for a Council Directive Implementing Enhanced Cooperation in the Area of Financial Transaction Tax, Analysis of Policy Options and Impacts», Working Document (28).

FOUCAULT, THIERRY; PAGANO, MARCO UND RÖELL, AILSA (2024): *Market Liquidity: Theory, Evidence, and Policy*, 2nd revised edition, Oxford.

FOUCAULT, THIERRY; SRAER, DAVID UND THESMAR, DAVID (2011): Individual Investors and Volatility, *The Journal of Finance*, 66, S. 1369-1406.

FRENCH, KENNETH UND ROLL, RICHARD (1986): «Stock Return Variances: the Arrival of Information and the Reaction of Traders», *Journal of Financial Economics*, 17, S. 5-26.

FRINO, ALEX UND WEST, ANDREW (2003): «The Impact of Transaction Costs on Price Discovery: Evidence from Cross-listed Stock Index Futures Contracts», *Pacific Basin Finance Journal*, 11, S. 139-151.

FROOT, KENNETH UND A. PEROLD, ANDRÉ (1995): «New Trading Practices and Short-Run Market Efficiency», *Journal of Futures Markets*, 15, S. 731-765.

FUNKE, MANUEL; MEYER, JOSEFIN UND TREBESCH, CHRISTOPH (2020): «Der deutsch-französische Vorschlag zu einer EU-Finanztransaktionssteuer: Internationale Einordnung und Politikempfehlungen», *Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik* Nr. 24, Februar.

GÄCHTER, THOMAS UND FILIPPO, MARTINA (2015): «Art. 112 BV», in: Bernhard Waldmann, Eva Maria Belser, Astrid Epiney, *Basler Kommentar Bundesverfassung*, 1. Auflage, Basel.

GLOSTER, LAWRENCE R. UND MILGROM PAUL R. (1985): «Bid, Ask, and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogenously Informed Traders», *Journal of Financial Economics*, 13, S. 71-100.

GOMBER, PETER; HAFERKORN, MARTIN UND ZIMMERMANN, KAI (2016): «Securities Transaction Tax and Market Quality – the Case of France», *European Financial Management*, 22, S. 313-337.

HAU, HARALD (2006): «The Role of Transaction Costs for Financial Volatility: Evidence from the Paris Bourse», *Journal of the European Economic Association*, 4, S. 862-890.

HEMMELGARN, THOMAS (2011): *Steuern und Abgaben im Finanzsektor: Abgabenrechtliche Regulierung und neue Finanzmarktsteuern in der Europäischen Union*, IFSt Schrift Nr. 468.

HEMMELGARN, THOMAS UND NICODÈME, GAËTAN J.A (2008): «The 2008 Financial Crisis and Taxation Policy», *CESifo Working Paper*, No. 2932.

HENDERSHOTT, TERRENCE J.; JONES, CHARLES. M. UND MENKVELD, ALBERT J. (2011): «Does Algorithmic Trading Improve Liquidity? », *The Journal of Finance*, 66, S. 1-33.

HU, SHING-YANG (1998): «The Effects of the Stock Transaction Tax on the Stock Market: Experience from Asian Markets», *Pacific Basin Finance Journal*, 6, S. 347-364.

HUIZINGA, HARRY (2002): «A European VAT on Financial Services?», *Economic Policy*, 35, S. 499-534.

HVOZDYK, LYUDMYLA UND RUSTANOV, SERIK (2016): «The Effect of Financial Transaction Tax on Market Liquidity and Volatility: An Italian Perspective», *International Review of Financial Analysis*, 45, S. 62-78.

IMF (2010): *A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector – Final Report for the G-20*, International Monetary Fund.

IMSTEPF, RALPH UND BEUSCH, MICHAEL (2023): «Art. 130 BV», in: Bernhard Ehrenzeller, Patricia Egli, Peter Hettich, Peter Hongler, Benjamin Schindler, Stefan G. Schmid, Rainer J. Schweizer (Hrsg.), *St. Galler Kommentar Bundesverfassung*, 4. Auflage, Zürich.

JACOBS, BAS (2013): «From Optimal Tax Theory to Applied Tax Policy», *FinanzArchiv*, 69, S. 338–389.

JONES, CHARLES M., UND SEGUIN, PAUL J. (1997): «Transaction Costs and Price Volatility: Evidence from Commission Deregulation», *American Economic Review*, 87, S. 728-737.

KARRER, ALEXANDER (2010): «Sind Finanzsektorsteuern stabilitätsfördernd?», *Die Volkswirtschaft*, Heft 12, S. 25-28.

- KEEN, MICHAEL; KRELOVE, RUSSELL UND NORREGAARD, JOHN (2016): The Financial Activities Tax, *Canadian Tax Journal / Revue Fiscale Canadienne*, 64, S. 389-400.
- KEYNES, JOHN M.: (1936): *General Theory of Employment, Interest Rates and Money*, New York.
- KIESER, UELI (2023): «Art. 112 BV», in: Bernhard Ehrenzeller, Patricia Egli, Peter Hettich, Peter Hongler, Benjamin Schindler, Stefan G. Schmid, Rainer J. Schweizer (Hrsg.), *St. Galler Kommentar Bundesverfassung*, 4. Auflage, Zürich.
- KIRILENKO, ANDREI UND SUMMERS, VICTORIA (2003): «Bank Debit Taxes: Yield vs. Disintermediation», in *Taxation of Financial Intermediation*, ed., by P. Honohan, New York, S. 313–24.
- KUPIEC, PAUL (1996): «Noise Traders, Excess Volatility, and a Securities Transactions Tax», *Journal of Financial Services Research*, 10, S. 115-129.
- Li, Geng (2009): «Transaction Costs and Consumption», *Journal of Economic Dynamics and Control*, 33, S. 1263-1277.
- LIAU, YUNG-SHI; WU, YI-CHEN UND HSU, HSINAN (2012): «Transaction Tax and Market Volatility: Evidence from the Taiwan Futures Market», *Journal of Applied Finance and Banking*, 2, S. 45-58.
- LIU, SHINHUA (2007): «Securities Transaction Tax and Market Efficiency: Evidence from the Japanese Experience», *Journal of Financial Services Research*, 32, S. 161-176.
- LIU, SHINHUA UND ZHU, ZHEN (2009): «Transaction Costs and Price Volatility: New Evidence from the Tokyo Stock Exchange», *Journal of Financial Services Research*, 36, S. 65-83.
- MATHESON, THORNTON (2011): «Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence», IMF Working Paper 11/54.
- MCCRAE, JULIAN (2002): «The Impact of Stamp Duty on the Cost of Capital», Institute for Fiscal Studies mimeo.
- MEGARBANE, NICOLAS (2013) «Lessons from the French Financial Transaction Tax», AMF Risk and Trend Mapping 14.
- MENKVELD, ALBERT J. (2013): «High-Frequency Trading and the New market Makers», *Journal of Financial Markets*, 16, S. 712-740.
- MEYER, STEPHAN; WAGENER, MARTIN UND WEINHARDT, CHRISTOF (2015): «Politically Motivated Taxes in Financial Markets: The Case of the French Financial Transaction Tax», *Journal of Financial Services Research*, 47, S. 177-202.
- MONSCH, MARTIN (2018): *Hochfrequenzhandel: Eine rechtsökonomische Analyse des Phänomens sowie eine rechtsdogmatische Betrachtung des schweizerischen Aufsichtsrechts unter funktionaler Berücksichtigung des europäischen Rechts*. SSFM – Schweizer Schriften zum Finanzrecht Band Nr. 126, Zürich.
- NORDIN, MICHAEL; ELMER, TABEA UND WILD, ROLAND (2023): «Steuerliche Auswirkungen der Aktienrechtsrevision», Schellenberg Wittmer, Monthly Newsletter January Taxation.
- OXERA (2007): «Stamp Duty: Its Impact and the Benefits of its Abolition», Report prepared for Association of British Insurers, City of London Corporation, Investment Management Association and London Stock Exchange (London).
- PAGANO, MARCO (1989): «Trading Volume and Asset Liquidity», *Quarterly Journal of Economics* 104, S. 255-274.
- PEKANOV, ATANAS UND SCHRATZENSTALLER, MARGIT (2019): «A Global Financial Transaction Tax: Theory, Practice and Potential Revenues», WIFO Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, Working Paper 582/2019.

- Pellizzari, Paolo und Westerhoff, Frank H. (2009): «Some Effects of Transaction Taxes under Different Microstructures», *Journal of Economic Behavior & Organization*, 72, S. 850-863.
- PHYLAKTIS, KATE UND ARISTIDOU, ANTONIS A. (2007): «Security Transaction Taxes and Financial Volatility: Athens Stock Exchange», *Applied Financial Economics*, 17, S. 1455-1467.
- PICHLER, STEFAN (2019): Gutachten zur Finanztransaktionssteuer, beauftragt vom Bundesministerium für Finanzen, Dezember.
- POMERANETS, ANNA UND WEAVER, DANIEL G. (2018): «Securities Transaction Taxes and Market Quality», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53, 455-484.
- REINHART, CARMEN M. UND ROGOFF KENNETH S. (2009): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, New Jersey.
- ROLL, RICHARD (1988): «R-Squared», *Journal of Finance*, 43, S. 541-566.
- ROLL, RICHARD (1989): «Price Volatility, International Market Links, and their Implications for Regulatory Policies», *Journal of Financial Service Research*, 3, S. 211-246.
- ROSS, STEPHEN A. (1989): Commentary: Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading, *Journal of Financial Services Research*, 3, S. 117-120.
- RÜHL, TOBIAS R. UND STEIN, MICHAEL (2014): The Impact of Financial Transaction Taxes: Evidence from Italy», *Economics Bulletin*, 34, S. 25-33.
- SAHU, DHANANJAY (2008): «Does Securities Transaction Tax Distort Market Microstructure? Evidence from Indian Stock Market», available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1088348>
- SAPORTA, VICTORIA UND KAN, KAMHON (1997): «The Effects of Stamp Duty on the Level and Volatility of Equity Prices», Bank of England Working Papers 71. London.
- SCHWERT, G. WILLIAM UND SEGUIN Paul J. (1993): «Securities Transaction Taxes: An Overview of Costs, Benefits and Unresolved Questions», *Financial Analysts Journal*, 49, S. 27-35.
- SIMONEK, MADELEINE (2015): «Art. 132 BV», in: Bernhard Waldmann, Eva Maria Belser, Astrid Epiney, *Basler Kommentar Bundesverfassung*, 1. Auflage, Basel.
- SONG, FRANK M. UND ZHANG, JUNXI (2005): «Securities Transaction Tax and Market Volatility», *Economic Journal*, 115, S. 1103-1120.
- SRAMKO, FILIP (2015): «The Impact of Securities Transaction Tax on Market Quality: Evidence from France and Italy», *International Journal of Economic Sciences*, 4, S. 52–93.
- STIGLITZ, JOSEPH E. (1989): «Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading», *Journal of Financial Services Research*, 3, S. 101-115.
- STOLL, HANS R. (1978): «The Supply of Dealer Services in Securities Markets», *Journal of Finance*, 33, S. 1133-1151.
- STOLL, HANS R. (2002): «Market Microstructure», Owen Graduate School of Management, Vanderbilt University, Nashville, Financial Markets Research Center, Working Paper No. 01-16, May 6, 2002.
- SUBRAHAMANYAM, AVANIDHAR (1998): «Transaction Taxes and Financial Market Equilibrium», *Journal of Business*, 71, S. 81-118.
- SUMMERS, LAWRENCE H. UND SUMMERS VICTORIA P. (1989): «When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transaction Tax», *Journal of Financial Services Research*, 3, S. 261-286.
- SWISSBANKING (2020): «Abschaffung der Stempelabgaben», Positionspapier der SBVg, April.
- TOBIN, JAMES (1974): *The New Economics a Decade Older*. Princeton.

TOBIN, JAMES (1978): «A Proposal for International Monetary Reform», *Eastern Economic Journal*, 4, S. 153-159.

UMLAUF, STEVEN R. (1993): «Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market», *Journal of Financial Economics*, 33, S. 227–240.

VON DER CRONE, HANS CASPAR UND BEELER, LUKAS (2012): «Die Regulierung von systemrelevanten Finanzinstituten nach schweizerischem Recht», *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB) / Journal of Banking Law and Banking (JBB)*, S. 12-20.

ZEE, HOWELL H. (editor) (2004): *Taxing the Financial Sector: Concepts, Issues, and Practice*, Washington.