

DBA thesis

**Die Europäische Finanztransaktionssteuer und die Vereinbarkeit  
mit der Kapitalmarktunion**

**Liedtke, B.**

---

Full bibliographic citation: Liedtke, B. 2022. Die Europäische Finanztransaktionssteuer und die Vereinbarkeit mit der Kapitalmarktunion. DBA thesis Middlesex University / KMU Akademie & Management AG

Year: 2022

Publisher: Middlesex University Research Repository

Available online: <https://repository.mdx.ac.uk/item/105075>

---

Middlesex University Research Repository makes the University's research available electronically.

Copyright and moral rights to this work are retained by the author and/or other copyright owners unless otherwise stated. The work is supplied on the understanding that any use for commercial gain is strictly forbidden. A copy may be downloaded for personal, non-commercial, research or study without prior permission and without charge.

Works, including theses and research projects, may not be reproduced in any format or medium, or extensive quotations taken from them, or their content changed in any way, without first obtaining permission in writing from the copyright holder(s). They may not be sold or exploited commercially in any format or medium without the prior written permission of the copyright holder(s).

Full bibliographic details must be given when referring to, or quoting from full items including the author's name, the title of the work, publication details where relevant

(place, publisher, date), pagination, and for theses or dissertations the awarding institution, the degree type awarded, and the date of the award.

If you believe that any material held in the repository infringes copyright law, please contact the Repository Team at Middlesex University via the following email address: [repository@mdx.ac.uk](mailto:repository@mdx.ac.uk)

The item will be removed from the repository while any claim is being investigated.

See also repository copyright: re-use policy: <https://libguides.mdx.ac.uk/repository>

# DISSERTATION

## Die Europäische Finanztransaktionssteuer und die Vereinbarkeit mit der Kapitalmarktunion

|                           |                                   |
|---------------------------|-----------------------------------|
| <b>NAME:</b>              | Benedikt Liedtke, LL.M.           |
| <b>MATRIKELNUMMER:</b>    | MUDR/0204                         |
| <b>STUDIUM:</b>           | Doctor of Business Administration |
| <b>ADVISOR/IN:</b>        | Prof. Dr. Andreas Teufer          |
| <b>ANZAHL DER WÖRTER:</b> | 73.527                            |
| <b>EINGEREICHT AM:</b>    | 2. August 2022                    |

## EIDESSTÄTTLICHE ERKLÄRUNG

**Hiermit erkläre ich an Eides statt**, dass die vorliegende, an diese Erklärung angefügte Dissertation selbstständig und ohne jede unerlaubte Hilfe angefertigt wurde, dass sie noch keiner anderen Stelle zur Prüfung vorgelegen hat und dass sie weder ganz noch im Auszug veröffentlicht worden ist. Die Stellen der Arbeit einschließlich Tabellen, Abbildungen etc., die anderen Werken und Quellen (auch Internetquellen) dem Wortlaut oder dem Sinn nach entnommen sind, **habe ich in jedem einzelnen Fall als Entlehnung mit exakter Quellenangabe kenntlich gemacht**. Hiermit erkläre ich, dass die übermittelte Datei ident mit der geprüften Datei und dem daraus resultierenden und übermittelten Plagiatsbericht ist und die Angabe der Wortanzahl diesem entspricht. **Mir ist bewusst, dass Plagiate gegen grundlegende Regeln des wissenschaftlichen Arbeitens verstoßen und nicht toleriert werden. Es ist mir bekannt, dass der Plagiatsbericht allein keine Garantie für die Eigenständigkeit der Arbeit darstellt und dass bei Vorliegen eines Plagiats Sanktionen verhängt werden**. Diese können neben einer Bearbeitungsgebühr je nach Schwere zur Exmatrikulation und zu Geldbußen durch die Middlesex University führen. Die Middlesex University führt das Plagiatsverfahren und entscheidet über die Sanktionen. **Dabei ist es unerheblich, ob ein Plagiat absichtlich oder unabsichtlich, wie beispielsweise durch mangelhaftes Zitieren, entstanden ist, es fällt in jedem Fall unter den Tatbestand der Täuschung.**

Meerbusch am 2. August 2022

(Ort, Datum)

  
.....  
Unterschrift

# Inhaltsverzeichnis

|   |           |
|---|-----------|
| <b>TEIL A: EINLEITUNG</b> .....   | <b>1</b>  |
| <b>1 Einleitende Worte</b> .....  | <b>1</b>  |
| 1.1 Initiale Forschungsfrage .....  | 6         |
| 1.2 Detaillierte Forschungsfrage.....                                       | 7         |
| 1.3 Überblick über den Stand der Forschung und Forschungslücke .....        | 10        |
| 1.3.1 Stand der Forschung zur EU FTS .....                                  | 11        |
| 1.3.2 Stand zur Forschung der KMU .....                                     | 12        |
| 1.4 Zielgruppe dieser Arbeit .....  | 15        |
| 1.5 Aufbau der Arbeit .....   | 17        |
| 1.6 Methodischer Forschungsansatz .....                                     | 18        |
| 1.6.1 Literaturlauswertung .....  | 18        |
| 1.6.2 Experteninterviews .....  | 19        |
| 1.7 Zielstellung und Ergebnisform .....                                     | 22        |
| 1.8 Sicherstellung der Reliabilität, Validität und Objektivität.....        | 25        |
| 1.8.1 Unabhängigkeit und Ausschluss der Einflussnahme seitens Dritter ..... | 25        |
| 1.8.2 Recherche, Quellen und Aktualität.....                                | 25        |
| 1.8.3 Auslegungsmethodik und argumentativer Ansatz.....                     | 27        |
| 1.9 Mögliche Kritik am methodischen Ansatz und den Ergebnissen .....        | 29        |
| <b>TEIL B (B.1): DIE EUROPÄISCHE FINANZTRANSAKTIONSSTEUER</b> .....         | <b>34</b> |
| <b>2 Die Hintergrundgeschichte</b> .....                                    | <b>34</b> |
| <b>3 Die Verstärkte Zusammenarbeit (Art. 20 EUV; Art. 326ff AEUV)</b> ..... | <b>37</b> |
| 3.1 Formell-rechtliche Bestimmungen .....                                   | 39        |
| 3.1.1 Die erste Phase: Ermächtigung zur Verstärkten Zusammenarbeit .....    | 39        |
| 3.1.2 Die zweite Phase: Das Gesetzgebungsverfahren .....                    | 41        |
| 3.1.3 Die dritte Phase: Projektbeitritt nach Umsetzung .....                | 42        |
| 3.2 Materiell-rechtliche Bestimmungen .....                                 | 43        |
| <b>4 Der EU Richtlinienvorschlag zur Einführung der FTS</b> .....           | <b>46</b> |
| 4.1 Der Anwendungsbereich .....   | 47        |
| 4.1.1 Der Begriff der Finanzinstitute.....                                  | 47        |
| 4.1.2 Das Prinzip der Ansässigkeit .....                                    | 48        |
| 4.1.3 Exkulpationsmöglichkeit vom Prinzip der Ansässigkeit .....            | 50        |
| 4.2 Finanztransaktionen und Entrichtungspflicht der Steuer .....            | 50        |
| 4.3 Identifizierung von Finanztransaktionen und Berichterstattung.....      | 52        |

|          |  |           |
|----------|--|-----------|
| 4.4      | Steuersatz und Steuerhöhe .....  | 53        |
| 4.5      | Nutzung des Steuereinkommens.....  | 54        |
| 4.6      | Anwendbarkeitsausnahmen der Richtlinie.....  | 55        |
| <b>5</b> | <b>Ökonomische Ziele der EU FTS .....</b>  | <b>55</b> |
| 5.1      | Einleitung.....  | 55        |
| 5.2      | Entgegenwirkung von Steuerflucht durch den Anwendungsbereich der EU FTS.....   | 57        |
| 5.2.1    | Wertung des Ausgabepinzips zur Bekämpfung der Steuerflucht.....  | 58        |
| 5.2.2    | Wertung des Gegenparteiprinzips zur Bekämpfung der Steuerflucht.....   | 59        |
| 5.3      | Der Steuersatz und die Steuereinnahmen.....  | 60        |
| 5.3.1    | Entwicklung der weltweiten nicht-derivativen Finanzmärkte .....  | 60        |
| 5.3.2    | Entwicklung der derivaten Finanzprodukte auf den Finanzmärkten .....   | 65        |
| 5.3.3    | Mögliche Höhe der Steuereinnahmen.....   | 67        |
| <b>6</b> | <b>Regulatorische Ziele der EU FTS .....</b>   | <b>75</b> |
| 6.1      | Einleitung.....  | 75        |
| 6.2      | Harmonisierung der Rechtsvorschriften.....   | 77        |
| 6.3      | Beitragsleistungen zu den Kosten der Krise durch die Finanzinstitute.....  | 82        |
| 6.3.1    | Beitragsleistungen durch Finanzinstitute .....   | 82        |
| 6.3.2    | Gleiche Ausgangsbedingungen zu anderen Wirtschaftszweigen .....  | 84        |
| 6.4      | Die EU FTS als Hemmnis für Transaktionen.....  | 85        |
| 6.4.1    | Hemmnis für Transaktionen .....  | 85        |
| 6.4.2    | EU FTS als ergänzende regulatorische Maßnahme zur Vermeidung künftiger Krisen.....   | 88        |
| <b>7</b> | <b>Rechtliche Aspekte zur EU FTS .....</b>   | <b>95</b> |
| 7.1      | Vereinbarkeit des Richtlinienvorschlags mit Europäischem Recht.....  | 95        |
| 7.1.1    | Die EU-rechtliche Basis zur Steuereinführung .....   | 96        |
| 7.1.2    | Die Grundsätze der Subsidiarität und Proportionalität als Teile der beschränkten Einzelermächtigung.....   | 99        |
| 7.1.3    | Vereinbarkeit des Richtlinienvorschlags mit etabliertem Primärrecht (Grundrecht auf freien Verkehr von Kapital und Zahlungen im Binnenraum)..... | 102       |
| 7.1.4    | Vereinbarkeit des Richtlinienvorschlags mit etabliertem Sekundärrecht (Verordnungen und Richtlinien).....  | 109       |
| 7.2      | Die Vereinbarkeit des Richtlinienvorschlags mit Internationalem Recht .....  | 115       |
| 7.2.1    | Grenzüberschreitende Ausübung hoheitlicher Gewalt .....  | 115       |
| 7.2.2    | Vereinbarkeit des Ausgabepinzips mit den Regelungen des internationalen Rechts .....   | 119       |
| 7.2.3    | Vereinbarkeit des Gegenparteiprinzips mit den Regelungen des Internationalen Rechts .....  | 122       |
| 7.2.4    | Vereinbarkeit der grenzüberschreitenden Besteuerung mit Internationalem Recht durch die „Escape Klausel“.....                                    | 129       |
| 7.2.5    | Vereinbarkeit des Ausgabe- und Gegenparteiprinzips mit Art. 327 AEUV .....   | 130       |

|   |   |            |
|---|---|------------|
| 7.2.6   | Die Durchsetzung des Steueranspruchs .....  | 132        |
| <b>TEIL B (B.2): DIE KAPITALMARKTUNION.....</b> |   | <b>135</b> |
| <b>8</b>  | <b>Einleitung .....</b>   | <b>135</b> |
| <b>9</b>  | <b>Der Plan der EU zur Etablierung der Kapitalmarktunion .....</b>                              | <b>136</b> |
| 9.1   | Kapitalmärkte .....   | 138        |
| 9.2   | 33 Maßnahmen und 3 Eckpfeiler zur Etablierung der Kapitalmarktunion .....                       | 141        |
| <b>10</b>                                       | <b>Eckpfeiler 1: Die überarbeitete Prospektverordnung (2017/1129).....</b>                      | <b>142</b> |
| 10.1  | Einleitung.....   | 142        |
| 10.2  | Inhalte der Prospektverordnung .....  | 144        |
| 10.2.1  | Der Anwendungsbereich und die Pflicht zur Prospekterstellung .....                              | 144        |
| 10.2.2  | Aufbau und Inhalte des Prospekts .....  | 145        |
| 10.2.3  | Billigung und Veröffentlichung des Prospekts und Qualitätssicherung .....                       | 151        |
| 10.2.4  | Prospekthaftung (Art. 11) .....   | 151        |
| 10.3  | Ökonomische Ziele der Prospektrichtlinienverordnung.....  | 152        |
| 10.4  | Regulatorische Ziele der Prospektrichtlinienverordnung .....                                    | 155        |
| 10.5  | Rechtliche Aspekte .....  | 158        |
| 10.5.1  | Allgemeine deliktische Haftungsvoraussetzungen .....  | 158        |
| 10.5.2  | Rechtskollisionen bei der Prospekthaftung .....   | 159        |
| <b>11</b>                                       | <b>Eckpfeiler 2: Überarbeitung des Rahmens für Verbriefungen (Verordnung 2017/2402).....</b>    | <b>162</b> |
| 11.1  | Einleitung.....   | 162        |
| 11.2  | Überblick über die Funktionsweise einer traditionellen Verbriefung und beteiligte Parteien..... | 164        |
| 11.3  | Inhalte der Verordnung zur Schaffung eines Rahmens für Verbriefungen (2017/2402).....           | 165        |
| 11.3.1  | Anwendungsbereich .....   | 165        |
| 11.3.2  | Für alle Verbriefungen geltende Regelungen .....  | 167        |
| 11.4  | Einfache, transparente und standardisierte (STS)-Verbriefungen.....                             | 171        |
| 11.4.1  | Das Merkmal der „Einfachheit“ .....   | 172        |
| 11.4.2  | Das Merkmal der „Transparenz“.....  | 172        |
| 11.4.3  | Das Merkmal der „Standardisierung“ .....  | 173        |
| 11.4.4  | Meldung an die ESMA über die Einhaltung der STS-Anforderungen und regelmäßige Überprüfung ..... | 174        |
| 11.5  | Ökonomische Ziele der Verordnung zu den Verbriefungen .....                                     | 175        |
| 11.6  | Regulatorische Ziele der Verordnung zu den Verbriefungen .....                                  | 178        |
| 11.7  | Rechtliche Aspekte .....  | 182        |
| 11.7.1  | Weiterentwicklung der Regelungen der Verbriefungsverordnung.....                                | 182        |
| 11.7.2  | Mögliche Rechtskollisionen in der Praxis.....   | 185        |

|   |            |
|---|------------|
| <b>12 Eckpfeiler 3: Das Crowdfunding .....</b>  | <b>187</b> |
| 12.1 Einleitung.....  | 187        |
| 12.2 Das Crowdfunding in der EU.....  | 188        |
| 12.3 Definition und Überblick über die Arten des Crowdfunding .....   | 190        |
| 12.4 Ökonomische Aspekte .....  | 191        |
| 12.4.1 Struktur der Geldnehmer und Geldgeber bei der Unternehmensfinanzierung.....  | 193        |
| 12.4.2 Ökonomisches Ziel zum Crowdfunding.....  | 200        |
| 12.5 Regulatorische und rechtliche Aspekte .....  | 200        |
| 12.5.1 Gehandelte Finanzinstrumente und die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts auf dem Crowdfunding-Markt in Deutschland..... | 201        |
| 12.5.2 Regulatorische Beaufsichtigung der Crowdfunding-Plattformen in Deutschland .....   | 203        |
| 12.5.3 Im internationalen Vergleich mit Großbritannien .....  | 204        |
| 12.5.4 Regulatorische und rechtliche Aspekte zum Crowdfunding .....   | 206        |
| <b>TEIL C: VEREINBARKEIT .....</b>  | <b>208</b> |
| <b>13 Einleitung .....</b>  | <b>208</b> |
| <b>14 Ökonomische Vereinbarkeit .....</b>   | <b>208</b> |
| 14.1 Zusammenfassung der ökonomischen Erkenntnisse zur FTS .....  | 209        |
| 14.2 Zusammenfassung der ökonomischen Erkenntnisse zur KMU.....   | 210        |
| 14.2.1 Prospektverordnung .....   | 212        |
| 14.2.2 Verbriefungen .....  | 214        |
| 14.2.3 Crowdfunding .....   | 217        |
| 14.3 Ergebnis zur ökonomischen Vereinbarkeit.....   | 219        |
| <b>15 Regulatorische Vereinbarkeit.....</b>   | <b>225</b> |
| 15.1 Zusammenfassung der regulatorischen Erkenntnisse zur FTS.....  | 225        |
| 15.2 Zusammenfassung der regulatorischen Erkenntnisse zur KMU .....   | 227        |
| 15.2.1 Prospektverordnung .....   | 228        |
| 15.2.2 Verbriefungsverordnung.....  | 230        |
| 15.2.3 Crowdfunding .....   | 233        |
| 15.3 Ergebnis zur regulatorischen Vereinbarkeit .....   | 234        |
| <b>16 Rechtliche Vereinbarkeit.....</b>   | <b>238</b> |
| 16.1 Zusammenfassung der rechtlichen Erkenntnisse zur EU FTS .....  | 238        |
| 16.1.1 Rechtmäßigkeit der Verstärkten Zusammenarbeit.....   | 238        |
| 16.1.2 Rechtmäßigkeit verschiedener Steuerausgestaltungsmerkmale mit Primärrecht .....  | 240        |
| 16.1.3 Rechtmäßigkeit der EU FTS unter Berücksichtigung von etabliertem EU-Sekundärrecht .  | 244        |
| 16.1.4 Rechtmäßigkeit und Aspekte der EU FTS unter Berücksichtigung von Internationalem Recht                                     | 247        |



|           |  |            |
|-----------|--|------------|
| 16.2      | Zusammenfassung der rechtlichen Erkenntnisse zur KMU .....   | 251        |
| 16.2.1    | Prospektverordnung .....   | 251        |
| 16.2.2    | Verbriefungsverordnung .....   | 253        |
| 16.2.3    | Crowdfunding-Markt .....   | 255        |
| 16.3      | Ergebnis zur rechtlichen Vereinbarkeit .....   | 256        |
| 16.3.1    | Teil 1: Erkenntnisse zur direkten Vereinbarkeit mit Internationalem und Europäischem Primärrecht .....                                 | 256        |
| 16.3.2    | Teil 2: Erkenntnisse zur direkten Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU als Rechtserlasse und als sog. Europäisches Sekundärrecht ..... | 258        |
| <b>17</b> | <b>Berücksichtigung von Ergebnissen aus den Experteninterviews und deren Bedeutung für diese Arbeit .....</b>                          | <b>260</b> |
| 17.1      | Auswertung .....   | 261        |
| 17.2      | Zusammenfassende Diskussion und Berücksichtigung der Einschätzungen und Meinungen der Fachexperten .....                               | 263        |
| 17.2.1    | Zusammenfassung der Ergebnisse aus den Interviews zur EU FTS .....   | 264        |
| 17.2.2    | Zusammenfassung der Ergebnisse aus den Interviews zur KMU .....  | 265        |
| 17.2.3    | Zusammenfassung der Ergebnisse und Ergebnisse aus den Interviews zur Vereinbarkeit .....   | 266        |
| <b>18</b> | <b>Schlusswort .....</b>   | <b>268</b> |
| <b>19</b> | <b>Verzeichnisse .....</b>   | <b>271</b> |
| 19.1      | Literaturverzeichnis .....   | 271        |
| 19.2      | Abbildungsverzeichnis .....  | 299        |
| 19.3      | Tabellenverzeichnis .....  | 301        |
| 19.4      | Abkürzungsverzeichnis .....  | 302        |
| <b>20</b> | <b>Persönliche Daten und Publikationen .....</b>   | <b>306</b> |
| 20.1      | Lebenslauf .....   | 306        |
| 20.2      | Danksagung .....   | 310        |

# Teil A: Einleitung

---

## 1 Einleitende Worte

---

Das Aufkommen der Weltfinanzkrise im Jahre 2007<sup>1</sup> kam für viele Fachexperten aus den Wissenschaften und der Praxis überraschend. Nur vereinzelt gaben Fachexperten später an, die subtilen Zeichen richtig gedeutet zu haben und den Zusammenbruch der Finanzmärkte und der Wirtschaft vorausgesehen zu haben (vgl. Cadwalladr, 2012, <http://www.theguardian.com/books/2012/nov/24/nassim-taleb-antifragile-finance-interview> [abgefragt am: 03.06.2020]). Unter den Folgen der Weltfinanzkrise litten Wirtschaft und Bevölkerung von Staaten weltweit. Auf dieses Ereignis wird deshalb heutzutage mitunter als „schwarzer Schwan“ in der Geschichte referenziert. Der Begriff des „schwarzen Schwans“ wurde von dem Autor und Ökonom Nassim Taleb geprägt. Taleb definiert einen schwarzen Schwan als ein Ereignis, dass beinahe unmöglich vorhergesehen werden kann und einen starken und permanenten Einfluss auf die Gesellschaft und deren Entwicklung nimmt (vgl. Taleb, 2008, S. 4).

In der Folgezeit wurden oftmals große Finanzinstitute, wie etwa Banken, Hedgefonds oder Versicherungen, öffentlichkeitswirksam als Verursacher der Finanzkrise ausgemacht (vgl. Henry et al., 2010, S. 2) Die Schuld wurde dem vorherrschenden Interesse dieser großen Finanzinstitute gegeben, den größtmöglichen Gewinn zu erzielen, was in der Praxis mitunter tatsächlich zur Entwicklung von bedenklichen Finanzprodukten geführt hat (vgl. The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 81). Als solche Produkte mit einer bedenklichen Geschäftspolitik beim Handel und Vertrieb gepaart wurden (vgl. ebenda, S. 31ff), schien es tatsächlich nur mehr eine Frage der Zeit zu sein, bevor diese Praktiken Folgen haben sollten.

---

<sup>1</sup> Als krisenauslösendes Ereignis werden die fallenden Immobilienpreise im August 2007 angesehen (vgl. Schäfer, 2017, [https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw\\_01.c.563108.de/17-32-3.pdf](https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.563108.de/17-32-3.pdf) [abgefragt am: 21.07.2020]). Auch wenn bspw. in offiziellen Dokumenten der EU auf die „Finanzkrise von 2008“ (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Erwägungsgrund 2) verwiesen wird, wird in dieser Arbeit die Formulierung der (Finanz-)Krise von 2007 verwendet. Eine Ausnahme erfolgt, sofern es sich um ein direktes Zitat handelt, bspw. aus dem offiziellen EU-Dokument.

Eine erste sichtbare Folge war das Scheitern von Finanzmarktteilnehmern auf dem US-Amerikanischen Finanzmarkt<sup>2</sup>. Neben Privatpersonen wurden auch große Namen in der Finanzbranche, wie etwa die Bank „Lehman Brothers“, von der Krise erfasst und in die Insolvenz gezwungen (vgl. Müller, 2020, <https://www.manager-magazin.de/lifestyle/mode/lehman-brothers-pleite-a-1227186.html> [abgefragt am: 03.06.2020]). Das Scheitern solcher Größen der Finanzbranche trug maßgeblich zu der weltweiten Rezession bei, die eine direkte Folge der Weltfinanzkrise war (vgl. Terrones et al., 2009, S. 1). In dem Versuch, die Folgen zu mitigieren und die anhaltende Rezession einzudämmen, wurden „systemrelevante“ Finanzmarktteilnehmer von nationalen Regierungen und der Finanzpolitik der EU vor dem Scheitern gerettet. Diese Art des Eingriffs der Politik in die Wirtschaft, um systemrelevante Finanzmarktteilnehmer zu retten, erlangte als die „too-big-to-fail“-Maxime Bekanntheit. In dem Ausfall eines systemrelevanten Finanzmarktteilnehmers wird eine solch große Bedrohung für die (Welt-) Wirtschaft erkannt, dass alle Mittel notwendig und gerechtfertigt erscheinen, den Ausfall zu verhindern (vgl. Dabós, 2004, S. 141ff). Diese anzutreffende Ansicht, dass „systemrelevante“ Marktteilnehmer in jedem Fall zu retten seien, führte in der Praxis zu einem unglücklichen und als ungerecht empfundenen Ergebnis. Schließlich waren es meist die großen bzw. „systemrelevanten“ Finanzinstitute, die zumindest einen Beitrag zur Entstehung der Finanzkrise geleistet hatten (vgl. The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 31ff). Kleinere und unschuldige Drittparteien, die hingegen eine unbedeutende Stellung auf den Finanzmärkten einnahmen, konnten die Krise mit ihren Auswirkungen teilweise nicht überstehen. Die Politik griff in diesen Fällen nicht rettend ein. Es sollte deshalb kaum überraschen, dass sich die Politik einem bevölkerungsweiten Aufschrei nach mehr Regulierung des Finanzsektors ausgesetzt sah, um die kleinen und unschuldigen Drittparteien vor immateriellen Gefahren künftig zu schützen (vgl. Subbarao, 2012, S. 1). Der Schutz vor immateriellen Gefahren ist nicht erst seit der Weltfinanzkrise ein Thema in der Wissenschaft. Beck wies bereits 1986 in seinem Buch „Risikogesellschaft“ darauf hin, dass der Gesellschaft Gefahren jenseits der physischen Sphäre<sup>3</sup> drohen (vgl. S. 21ff) und wies damit auch auf immaterielle Gefahren – ausgehend vom

---

<sup>2</sup> Bzgl. der Definition und hierarchischen Einordnung von (Finanz-)Märkten wird auf Abschnitt 9.1 dieser Arbeit hingewiesen.

<sup>3</sup> Beck meint mit „physischen“ Gefahrstoffen u.a. (Umwelt-)Giftstoffe, die der Regulierung bedürfen oder bereits einer Regulierung unterliegen.

Finanzsektor und dessen Finanzprodukte – hin, deren Existenz durch die Finanzkrise deutlich wurde.

Auf Basis von empirischen Beobachtungen ist nachweisbar, dass diese Gefahren stets im Rahmen einer Krise verstärkt in das Bewusstsein dringen und regulierende Eingriffe zur Mitigation diskutiert werden (vgl. Alexander und Eatwell, 2012, S. 397f). Dabei können regulierende Eingriffe unmittelbare harte Eingriffe sein, bei denen bestimmte Produkte oder Transaktionen verboten werden (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 3 und 8). Weichere Eingriffe können unter richtiger Ausgestaltung ebenfalls eine effektive Methode sein, um ungewollte immaterielle Gefahren zu bekämpfen. Bei Finanzprodukten und -transaktionen kann ein solcher, weicherer Eingriff eine Form der Besteuerung sein (vgl. Pesendorfer, 2013, S. 620ff).

Die Idee, durch eine Steuer regulierend einzugreifen, ist keinesfalls neu. Bereits mehrfach wurde nach einer Finanzkrise eine Steuer eingeführt, um (1) riskante Transaktionen und den Verkauf von (Spekulations-)Finanzprodukten einzuschränken, (2) um eine Versicherung oder einen Sicherheitsfonds zu schaffen, auf dessen monetäre Mittel zurückgegriffen werden kann, falls es zur erneuten Systemgefährdung kommt und (3) um die Finanzierung öffentlicher Güter sicherzustellen (vgl. Alexander und Eatwell, 2012, S. 398). Da sich allein die Regierungen in der EU, nebst dem öffentlichen Ruf nach mehr Regulierung, immensen Kosten von etwa EUR 4,6 Bio. für die Rettung der Finanzmärkte gegenübersehen (vgl. Parlament, 2012, <https://www.europarl.europa.eu/news/en/headlines/economy/20120316STO41072/economics-committee-to-vote-on-financial-transaction-tax-on-wednesday> [abgefragt am: 03.06.2020]), war auch zu Zeiten der Weltfinanzkrise von 2007 die Idee zur Einführung einer sog. Lenkungssteuer schnell geboren.

Die Ursprünge einer Lenkungssteuer gehen auf den Wirtschaftswissenschaftler John Maynard Keynes zurück. Dieser sah bereits 1936 die Notwendigkeit in die Finanzmärkte regulierend einzugreifen. In seinem Werk „the General Theory of Employment, Interest and Money“ widersprach er der vorherrschenden klassischen Theorie, wonach Schwankungen in Vermögenswerten durch (Finanz-)Arbitrageure ausgeglichen werden (vgl. Keynes, 1936, S. 138). Keynes vertritt in seinem Werk die Meinung, dass den meisten Finanzmarktteilnehmern das nötige Wissen und Verständnis fehlt, um fachgerechte

Investitionsentscheidungen treffen zu können. Professionelle Investoren würden aus opportunistischen Gründen die durch Fehlentscheidungen aufkommenden Schwankungen nicht ausgleichen, da diese zum eigenen Vorteil ausgenutzt werden können. Er plädierte deshalb für eine Besteuerung von kurzfristigen Spekulations- und Finanzgeschäften, die er als potenziell gefährlich für das Finanzsystem ansah. Keynes erhoffte sich dadurch einen Lenkungseffekt hin zu längerfristigen Investitionen herbeizuführen, die er als wichtig für das Wachstum der Realwirtschaft ansah (vgl. 1936, S. 138f).

Umsetzung fand der Vorschlag von Keynes in die Praxis nie und die Idee einer solchen Lenkungssteuer geriet in Vergessenheit. Erst als die USA in den 70er Jahren den Goldstandard abschafften, sollte seine Idee wieder an Bedeutung gewinnen. Durch die Abschaffung des Goldstandards war es nicht mehr möglich, die US Währung gegen einen festgesetzten Wert in Gold einzutauschen. Der Wirtschaftswissenschaftler Tobin befürchtete, dass der US Dollar aufgrund der Abschaffung des Standards zum Ziel von kurzfristigen Kursspekulationen werden könnte. Solchen Spekulanten wollte Tobin zuvorkommen, indem eine Steuer von etwa 1 % auf alle Devisengeschäfte erhoben würde und die hohen Transaktionskosten die Spekulationsgeschäfte unprofitabel gemacht hätten (Tobin, 1978, S. 155ff). Tobins Vorschlag für diese Lenkungssteuer fand keine Umsetzung und die Spekulationsgeschäfte blieben im befürchteten Ausmaß aus.

Mit der Finanzkrise von 2007 fand die Idee der Einführung einer Lenkungssteuer erneut Gefallen. Seitdem wird mittels eines Richtlinienvorschlags die Einführung der Europäischen Finanztransaktionssteuer (EU FTS) angestrebt (vgl. Kommission, 2013a, S. 4f). Wiederkehrende Ambitionen, die Steuereinführung auf Basis des Richtlinienvorschlags voranzutreiben, treffen derzeit auf ein verhaltenes Interesse (vgl. Blechner, 2020, <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/boerse/europa-finanztransaktionssteuer-101.html> [abgefragt am: 03.06.2020]). Ein derzeit verhaltenes Interesse der Fachexperten in den Wissenschaften und der Praxis an der EU FTS ist aus dem Umstand ableitbar, dass keine oder kaum neue Veröffentlichungen erfolgen. Sicherlich sind einige Aspekte bereits in Veröffentlichungen thematisiert worden (vgl. Abschnitt 1.3.1), doch die Absicht die EU FTS unter dem EU-Rechtsinstrument der „Verstärkten Zusammenarbeit“ einzuführen und der geplante weitreichende Anwendungsbereich der Steuer sind weiterhin streitbare Aspekte und Ursache für Rechtsunsicherheiten (vgl. Abschnitt 7).

Anstatt Lösungsansätze für die streitbaren Aspekte der EU FTS und Ursachen für Rechtsunsicherheiten zu entwickeln, scheint die EU ihren Fokus auf ein neues Projekt gerichtet zu haben. Dieses Projekt ist die Etablierung der Kapitalmarktunion (KMU) im europäischen Binnenraum. Mit der Etablierung der Kapitalmarktunion soll der Grundstein gelegt werden, „Europa wieder auf einen Wachstumspfad zu führen.“ (Kommission, 2015a, S. 2). Hierzu erfolgt mit der Kapitalmarktunion die Neuausrichtung des regulatorischen Fokus, weg von einer strengeren Regulierung hin zu einer Liberalisierung durch Deregulierung. Dieses Phänomen, mit zeitlichem Abstand zu einer Krise regulatorisch liberale Zustände herstellen zu wollen, u.a. um Wirtschaftswachstum herbeizuführen, ist in der Empirie regelmäßig beobachtet worden (vgl. Persaud, 2008, S. 156).

Augenscheinlich stehen also die Pläne zur Einführung der EU FTS und der Etablierung der KMU im strengen Konflikt zueinander. Fabrice Demarigny, ehemaliger Generalsekretär des Ausschusses der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Wertpapier- und Bankwesen, kommentierte in den Printmedien diesbezüglich: „[Die EU Finanztransaktionssteuer] wird den Wettbewerb in dem Europäischen Finanzsystem erheblich verzerren und die sachgerechte Verteilung von Kapital behindern“<sup>4</sup> (Williams, 2015, <https://www.ipe.com/launching-fft-contradicts-goal-of-capital-markets-union/10008105.article> [abgefragt am: 03.06.2020]). Die EU FTS und die KMU stünden deshalb im Widerspruch zueinander (vgl. ebenda). Die FTS ablehnend und die Kapitalmarktunion begrüßend erklärte die Deutsche Börse Gruppe (2016, S. 34f): „Die Gruppe Deutsche Börse unterstützt das Vorhaben [der Einführung der Kapitalmarktunion] und beteiligt sich aktiv an der politischen Debatte. [...] Die Idee einer Finanztransaktionssteuer widerspricht aus Sicht der Gruppe Deutsche Börse den Zielen der Kapitalmarktunion, da sie der Förderung von Ideen und Investitionen, die Wachstum und Einnahmen für die einzelnen Mitglieder der Union sicherstellen, zuwiderläuft. Sie konterkariert damit die angestrebte Harmonisierung der Märkte und schreckt ausländische Investoren ab.“

---

<sup>4</sup> Übersetzung des Zitats durch den Autor. Im Original: „It [the FTT] will significantly distort competition within the European financial system and disrupt proper allocation of capital.“

## 1.1 Initiale Forschungsfrage

Die Aussage bzw. Stellungnahme von Demarigny und der Deutsche Börse Gruppe (vgl. Abschnitt 1) mit den Hinweisen auf die Unvereinbarkeit der EU FTS und KMU ist aus wissenschaftlicher Sicht als Beweis für eine Unvereinbarkeit ungeeignet.

Aus wissenschaftlicher Sicht sollte eine Analyse vorangestellt und öffentlich verfügbar sein, auf die sich bezogen wird, bevor Aussagen bzw. Stellungnahme mit Wirkung getätigt werden, die in die Öffentlichkeit<sup>5</sup> herausstrahlen können. Schließlich würde das Ergebnis einer faktischen Unvereinbarkeit darin resultieren, dass eines der beiden Projekte nicht umgesetzt werden könnte.

Schwierig ist sowohl für Demarigny (vgl. Williams, 2015, <https://www.ipe.com/launching-fft-contradicts-goal-of-capital-markets-union/10008105.article> [abgefragt am: 03.06.2020]) als auch die Deutsche Börse Gruppe (vgl. 2016, S. 34f), dass – bis zum Zeitpunkt der Einreichung dieser Dissertation – weder in der nationalen noch der internationalen Literatur eine Veröffentlichung bekannt ist, die sich dem Thema der Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU angenommen hat.<sup>6</sup>

Hinweise auf diese bestehende Lücke in der Forschung zum Thema der Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU wurden im Rahmen eines fachlichen Austauschs von Dieter Pesendorfer gegeben, der an der Queen's University of Belfast sowohl zum Thema EU FTS als auch der KMU forscht.

Deshalb war über den Aufbau dieser Arbeit zu entscheiden, mit dem es ermöglicht werden kann, die EU FTS und die KMU, die offenkundig andersartige Absichten und Maßnahmen umfassen (vgl. Abschnitt 1), eine Analyse zur Vereinbarkeit vorzunehmen. Entsprechend

---

<sup>5</sup> Öffentlichkeit ist in diesem Fall als ein Bereich zu verstehen, in dem Menschen etwas, wie bspw. Informationen, allgemein bekannt wird oder zugänglich ist.

<sup>6</sup> Dieser Zustand wurde von einem Experten aus der Forschung bestätigt, der sich auf das Experteninterview für den empirischen Teil dieser Dissertation durch Literaturlauswertung aus einschlägigen nationalen und internationalen Quellen vorbereiten wollte und informierte, dass er keine Veröffentlichungen oder solche mit verwandten Inhalten finden konnte.

lautet die Forschungsfrage in Anlehnung an den Titel dieser Arbeit: *Inwieweit sind die EU Finanztransaktionssteuer und die Kapitalmarktunion miteinander vereinbar?*

## 1.2 Detaillierte Forschungsfrage

Bei der Entwicklung der Methodik und des Aufbaus der Dissertation zur Beantwortung der Forschungsfrage wurde erkannt, dass bei deren Beantwortung Konkretisierungen sinnvoll sind. Die initiale Forschungsfrage „*Inwieweit sind die EU Finanztransaktionssteuer und die Kapitalmarktunion miteinander vereinbar?*“ erlaubt die Beantwortung auf verschiedenen Ebenen. Die Anzahl und Auswahl der Ebenen kann darin resultieren, dass es verschiedene Ergebnisse geben wird.

Folglich wird es auch aufgrund der Anzahl und Auswahl der Ebenen sowie der erarbeiteten und abgeleiteten Erkenntnisse bei dieser Arbeit die Möglichkeit zur Kritik geben. Bezogen auf diese Arbeit wird solche Kritik nicht etwa abgelehnt, sondern ist ausdrücklich erwünscht und wird in Abschnitt 1.8f zur Validität und möglichen Kritik adressiert.

Die initiale Forschungsfrage „*Inwieweit sind die EU Finanztransaktionssteuer und die Kapitalmarktunion miteinander vereinbar?*“ war dahingehend zu konkretisieren, in welchem Kontext und Umfang eine Vereinbarkeit oder Unvereinbarkeit vorliegen soll und was „vereinbar“ in diesem Kontext und Umfang bedeutet. Obgleich Demarigny (vgl. Williams, 2015 2015, <https://www.ipe.com/launching-fft-contradicts-goal-of-capital-markets-union/10008105.article> [abgefragt am: 03.06.2020]) als auch die Deutsche Börse Gruppe (vgl. 2016, S. 34f) die Aussagen tätigten, dass sie die EU FTS und die KMU für unvereinbar miteinander halten, könnten die Aussagen in einem unterschiedlichen Kontext getätigt worden sein und ein unterschiedliches Verständnis bestehen, wie der Begriff der Vereinbarkeit in einem bestimmten Kontext verstanden werden soll.



Vor dem Hintergrund und wurde in Abstimmung mit dem Advsior entschieden, die Schaffung eines Kontextes durch Analyse und Beantwortung der Forschungsfrage auf drei Detailebenen herzustellen: der (1) ökonomischen, (2) regulatorischen und (3) rechtlichen Ebene.<sup>7</sup>

Die (1) ökonomische, (2) regulatorische und (3) rechtliche Ebene wurden aufgrund der offenkundigen Nähe zum Fachbereich Wirtschafts- und Steuerrecht gewählt, in dem die Dissertation zur Begutachtung und Bewertung eingereicht wurde. Ferner wurde die (1) ökonomische und (2) regulatorische Ebene wegen des natürlichen Konfliktpotenzial unter Berücksichtigung von Wettbewerbsinteressen und Stakeholdereinflüssen (vgl. Persaud, 2008, S. 156ff) ausgewählt.

Auf diesen drei Ebenen unterscheiden sich die Arten der Vereinbarkeit voneinander. Die Deutsche Börse Gruppe (2016, S. 35) hat ausgeführt, dass „Die Idee einer Finanztransaktionssteuer ... den Zielen der Kapitalmarktunion ... zuwiderläuft“. Die Deutsche Börse Gruppe begründet die Vereinbarkeit folglich über die Ziele der EU FTS und der KMU.

Dieser Ansatz, die Vereinbarkeit auf Basis der Einheitlichkeit oder Widersprüchlichkeit von Zielen zu beurteilen, wurde für die (1) ökonomische und (2) regulatorische Ebene gewählt. Die EU informiert jeweils im Einleitungsteil von Entwürfen oder erlassenen Gesetzen zu den allgemeinen Zielen. Der Charakter der Ziele ist anschließend als (1) ökonomisch und/oder (2) regulatorisch einzuwerten<sup>8</sup>.

Auf der (3) rechtlichen Ebene gilt es zu analysieren und zu beurteilen, ob rechtliche Gründe vorliegen, die die Einführung eines Gesetzes ausschließen. Ausschlussgründe können aus dem Gesetz selbst resultieren, wenn dieses Mängel bei der Ausgestaltung oder im wechselseitigem Spiel mit anderen Gesetzen aufweist (= Vereinbarkeit). Bei der Untersuchung auf der (3) rechtlichen Ebene wird deshalb nach echten oder auch „faktischen“ Gründen gesucht, die die Einführung der EU FTS oder der KMU ausschließen.

---

<sup>7</sup> Weitere Ebene, wie etwa die aktuell im Wirtschaftsbereich an Bedeutung gewinnende Nachhaltigkeit, sind denkbar und könnten im Rahmen weiterer Forschung von Dritten erschlossen werden.

<sup>8</sup> Die Ausarbeitung und Einwertung der Ziele sowie die Beurteilung auf die Erreichung oder Erreichbarkeit mit gewählten Maßnahmen erfolgt in Abschnitt B dieser Arbeit.

Zur Beantwortung der Frage nach der Vereinbarkeit auf der (1) ökonomischen, (2) regulatorischen und (3) rechtlichen Ebene erfolgte die Analyse und Ausarbeitung, bis ein Konfidenzniveau erreicht wurde, mit dem die Beantwortung der Forschungsfrage unter Berücksichtigung der Zielstellung (vgl. Abschnitt 1.7) von Validitätsaspekten (vgl. Abschnitt 1.8) als möglich erachtet wurde. Selbstverständlich können die Meinungen anderer Forscher zum gewählten Konfidenzniveau abweichen. In diesem Fall wird Kritik ausdrücklich begrüßt. Für weitergehende Informationen zu möglicher Kritik wird auf Abschnitt 1.9 „Mögliche Kritik am methodischen Ansatz und den Ergebnissen“ hingewiesen.

Aus der initialen Forschungsfrage „Inwieweit sind die EU Finanztransaktionssteuer und die Kapitalmarktunion miteinander vereinbar?“ sind drei detaillierte Forschungsfragen abgeleitet worden:

1. Inwieweit sind die ökonomisch verfolgten Ziele der EU FTS und der KMU miteinander vereinbar?
2. Inwieweit sind die regulatorisch verfolgten Ziele der EU FTS und der KMU miteinander vereinbar?
3. Inwiefern könnten rechtliche Gründe vorliegen, die der Einführung der EU FTS und der KMU und damit einer etwaigen Vereinbarkeit entgegenstehen?

An diesen drei Forschungsfragen orientiert sich der gewählte und abgestimmte Aufbau dieser Arbeit (vgl. Abschnitt 1.5) und diese Forschungsfragen werden mit dieser Arbeit untersucht und beantwortet (vgl. Abschnitt 14ff). Aus der Beantwortung der detaillierten Forschungsfrage wird dann subsumierend die initiale Forschungsfrage „Inwieweit sind die EU Finanztransaktionssteuer und die Kapitalmarktunion miteinander vereinbar?“ im Schlusswort zusammenfassend beantwortet (vgl. Abschnitt 18).

### 1.3 Überblick über den Stand der Forschung und Forschungslücke

In Abschnitt 1.1 der initialen Forschungsfrage wurde darauf hingewiesen, dass es zu der Frage der Vereinbarkeit der zwei EU Projekte, der EU FTS und der KMU, weder in der nationalen noch der internationalen Literatur Veröffentlichungen<sup>9</sup> gibt.

Auf diese Lücke in der Forschung machte Dieter Pesendorf in einem fachlichen Austausch über ein mögliches Thema für eine Dissertation aufmerksam, der an der Queen's University of Belfast sowohl zum Thema der EU FTS als auch der KMU forscht und veröffentlicht.

Daraus resultiert, dass nach derzeitigem Kenntnisstand<sup>10</sup> kein methodischer Ansatz bekannt ist, diese beiden Projekte in der Forschung inhaltlich aufzubereiten, um die Vereinbarkeit zu analysieren und zu beurteilen.

Vielmehr existiert Forschung zu einzelnen Aspekten der EU FTS und der KMU. Diese Umstände in der Forschung zusammen mit dem Hinweis von Dieter Pesendorfer als Fachexperten in der Forschung zu der Forschungslücke wurden mit dem Advisor thematisiert. Nach Verifizierung der Forschungslücke wurde das Vorgehen abgestimmt, da die existierende Forschung zu einzelnen Aspekten der EU FTS und KMU Informationen enthalten kann, die inhaltlich für die Dissertation relevant sind. Hierzu wurden die Veröffentlichungen händisch ausgewertet und relevante Aspekte unter Angabe der Quelle für die Zwecke dieser Arbeit aufbereitet. Für Details zum methodischen Vorgehen wird auf Abschnitt 1.6 verwiesen.

Es ist zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Arbeit keinerlei nationale oder internationale Forschung bekannt, auf die zur Beantwortung der Forschungsfrage referenziert werden könnte oder in der sich dem Thema der Vereinbarkeit der EU FTS oder der KMU angenommen wurde.

---

<sup>9</sup> Zur nationalen Forschung und Literatur werden wissenschaftliche Veröffentlichung gezählt, die in deutscher Sprache verfügbar sind. Forschung und Literatur in Fremdsprachen werden der internationalen Forschung und Literatur zugezählt.

<sup>10</sup> Dies bedeutet bis zur Erarbeitung der Ergebnisse und der Einreichung dieser Dissertation.

### 1.3.1 Stand der Forschung zur EU FTS

Die Grundlage für die Forschung zur EU FTS bildet der Entwurf zum Erlass einer Richtlinie zur Einführung der EU FTS aus Mai 2013 (vgl. Kommission, 2013a).

Im Richtlinienvorschlag sind für die ökonomische und die regulatorische Analyse der EU FTS insbesondere der erste Abschnitt „Kontext des Vorschlags“, Abschnitt zwei „Ergebnisse der Konsultationen der interessierten Kreise und der Folgenabschätzungen“ sowie Abschnitt vier „Auswirkungen auf den Haushalt“ beachtenswert. Ferner sind Auszüge aus nachfolgenden Kapiteln<sup>11</sup> im Richtlinienvorschlag zur Einführung der Europäischen Finanztransaktionssteuer relevant. Für die rechtliche Analyse sind insbesondere die konkreten Ausgestaltungsdetails der Finanztransaktionssteuer in den jeweiligen Artikeln des Richtlinienvorschlags.

Auf ökonomischer Ebene sind insbesondere Themen um die Einnahmen, die mit der Einführung einer Finanztransaktionssteuer generiert werden könnten, die Vermeidung von Steuerflucht und die Verteilung der Einnahmen an die steuererhebenden Mitgliedstaaten<sup>12</sup> relevant. Zu solchen Themen haben in der nationalen Literatur u.a. Schulmeister (vgl. 2009), Hartwig-Siegle (vgl. 2013), Liepe et al. (vgl. 2013) und international u.a. Campbell und Froot (vgl. 1993) und Persaud (vgl. 2021) veröffentlicht.

Auf regulatorischer Ebene sind Themen um die Steuerung von bestimmten Finanztransaktionen, die Harmonisierung von Besteuerungsregelungen und solidarische Beitragsleistungen von Finanzakteuren von Relevanz. Hierzu haben Keynes (vgl. 1936) und Tobin (vgl. 1978) mit Veröffentlichungen in der internationalen Literatur regulatorische Grundlagenideen geschaffen. Neben diesen Grundlagenideen wird ebenso Literatur berücksichtigt, die mittels empirischerer Daten zu früheren und aktuell existierenden Finanztransaktionssteuern und Effekten erstellt wurde. Hier sind internationale

---

<sup>11</sup> Im Richtlinienvorschlag wird von der EU der Begriff „Kapitel“ verwendet. Der Richtlinienvorschlag ist in „Abschnitte“ und „Kapitel“ unterteilt ist. Dieser Tenor wird übernommen, wenn Bezug auf den Richtlinienvorschlag genommen wird. Es handelt sich hierbei nicht um Inkonsistenzen bei der Verwendung von Begrifflichkeiten durch den Autor, gerade vor dem Hintergrund, dass in dieser Arbeit der Begriff „Abschnitt“ verwendet wird.

<sup>12</sup> Es handelt sich bei „Mitgliedstaat“ anstelle von „Mitgliedsstaat“ um die offizielle Schreibweise der EU. Die Schreibweise wird in dieser Arbeit übernommen

Veröffentlichungen u.a. Westerhoff und Dieci (vgl. 2006), Meyer et al. (vgl. 2013) verfügbar. Auf nationaler Ebene sind Veröffentlichungen u.a. von Sieling (vgl. 2012) und Schratzenstaller (vgl. 2017) zu regulatorischen Aspekten von Relevanz und wurden berücksichtigt.

Auf rechtlicher Ebene wurde zu den rechtlichen generellen Rahmenbedingungen im nationalen und internationalen Steuerrecht, die für die EU FTS gelten und unter denen die Steuer eingeführt werden soll, die Rechtsgrundlage und Ausgestaltungsmerkmalen geforscht und veröffentlicht. Hier sind etwa nationale Veröffentlichungen von Burmester (vgl. 1993), Tietje et al. (vgl. 2014) sowie international Veröffentlichungen von Watson (vgl. 1993) oder das durchgestochene Gutachten des Juristischen Diensts der EU (vgl. 2013) hervorzuheben.

### **1.3.2 Stand zur Forschung der KMU**

Die Grundlage zur Forschung zur KMU stellen die im Grünbuch zur Kapitalmarktunion angekündigten 33 Maßnahmen dar, mit denen die Etablierung der KMU erreicht werden soll (vgl. Kommission, 2015b, Anhang 1).

Die 33 Maßnahmen hat die Kommission im Grünbuch beschrieben und um den Hinweis ergänzt, dass die Maßnahmen „einzeln betrachtet vielleicht bescheiden sein mögen“ (Kommission, 2015a, S. 2). Der wahrscheinliche Hintergrund für den Hinweis liegt darin begründet, dass sich die 33 Maßnahmen in Güte und Umfang stark voneinander unterscheiden. So variieren die Maßnahmen bspw. von der Erstellung eines „Vorschlag für europaweite Risikokapital-Dachfonds und länderübergreifende Fonds“ bis hin zur konkreten und eher umfangreichen „Modernisierung der Prospektrichtlinie“<sup>13</sup> (vgl. Kommission, 2015b, Anhang 1).

Vor diesem Hintergrund sind die Maßnahmen zum jeweiligen Status Quo untersucht worden und in Abstimmung mit dem Advisor wurde die Entscheidung getroffen, aus den 33

---

<sup>13</sup> Im Rahmen der Überarbeitung wurde aus der Prospektrichtlinie die Prospektverordnung, die als einer der drei Eckpfeiler im Rahmen dieser Arbeit thematisiert wird (vgl. Abschnitt 10).

Maßnahmen drei Eckpfeiler auszuwählen, die in dieser Dissertation vorgestellt und untersucht werden:

1. Eckpfeiler 1: Die überarbeitete Prospektverordnung (2017/1129)
2. Eckpfeiler 2: Überarbeitung des Rahmens für Verbriefungen (Verordnung 2017/2402)
3. Eckpfeiler 3: Das Crowdfunding

Basis zur Forschung zu jedem Eckpfeiler ist das jeweilige offizielle EU Gesetz oder Dokument. Für Eckpfeiler 1 folglich die überarbeitete Prospektverordnung (vgl. Parlament und Rat, 2017a), Eckpfeiler 2 die Verbriefungsverordnung (vgl. Parlament und Rat, 2017b) sowie für Eckpfeiler 3 dem ausschließlich in englischer Sprache verfügbaren Bericht der Kommission aus 2016 unter dem übersetzten Titel „Crowdfunding in der EU Kapitalmarktunion“<sup>14</sup> (Kommission, 2016a). Jeder der drei Eckpfeiler wurde auf seine ökonomischen und regulatorischen Ziele analysiert und anschließend auf rechtliche Aspekte (vgl. Abschnitt 10ff). Hierzu war es teilweise erforderlich eigene theoretische Überlegungen zu erarbeiten, da zum Zeitpunkt der Erarbeitung keine Forschung Verfügung stand (vgl. Abschnitt 1.3.2.1ff), auf die zurückgegriffen werden konnte.

#### 1.3.2.1 Stand zur Forschung bei der Prospektverordnung

Auf ökonomischer Ebene konnte für Eckpfeiler 1 – der Prospektverordnung – keine empirische Forschung zum Zeitpunkt der Erarbeitung in dieser Dissertation identifiziert werden, die für die Untersuchung der Erreichung der in der Prospektverordnung genannten Ziele herangezogen werden konnte. Es stand weder von offizieller Seite der EU oder der Privatwirtschaft Veröffentlichungen über die Effekte zur Verfügung, die seit Einführung der Prospektverordnung und Inkrafttreten von Regelungen in der finanzwirtschaftlichen Praxis beobachtet wurden. Ein Grund hierfür könnte die relativ kurze Zeit seit Einführung der Prospektverordnung in 2017 sein und der Erarbeitung im Rahmen der Dissertation. Deshalb erfolgen (eigene) theoretische Überlegungen, ob die Ausgestaltung der Maßnahmen geeignet sind, die Erreichung der Ziele zu begünstigen (vgl. Abschnitt 10.3).

---

<sup>14</sup> Übersetzung durch den Autor. Im Original: „Crowdfunding in the EU Capital Markets Union“.

Gleiches gilt auf regulatorischer Ebene (vgl. Abschnitt 10.4).

Rechtliche Aspekte der Prospektverordnung betreffen insbesondere solche zur Anwendung der Prospekthaftung und möglichen Rechtskollisionen. Zur Vorstellung und Diskussion wird u.a. auf Forschung von Bachmann (vgl. 2007), Einsele (vgl. 2012) und Schmitt et al. (vgl. 2019) zu relevanten Aspekten zurückgegriffen (vgl. Abschnitt 10.4).

#### 1.3.2.2 Stand der Forschung zur Verbriefungsverordnung

Auf ökonomischer Ebene wurde für Eckpfeiler 2, der in 2017 eingeführten Verbriefungsverordnung (vgl. Parlament und Rat, 2017b), keine konkrete Forschung zum Zeitpunkt der inhaltlichen Erarbeitung identifiziert, die für die Untersuchung der Erreichung der in der Verbriefungsverordnung genannten Ziele herangezogen werden konnte. Stattdessen standen Aufzeichnungen zur Entwicklung des Emissionsvolumens zum Verbriefungsmarktes in der EU über die vergangenen Jahre zur Verfügung (vgl. TSI, 2020, <https://www.true-sale-international.de/research/abs-markt-in-deutschland/> [abgefragt am: 07.07.2020]). Diese Aufzeichnungen sind darauf untersucht worden, ob ein Effekt seit Einführung der Verbriefungsverordnung in 2017 erkennbar ist. Hieraus wurden (eigene) Rückschlüsse gezogen (vgl. Abschnitt 11.5).

Auf regulatorischer Ebene konnte im Rahmen der Erarbeitung des Themas keine Forschung identifiziert werden, die Auswirkungen und Effekte der regulatorischen Maßnahmen aus der Verbriefungsverordnung untersucht. Deshalb wurden eigene theoretische Überlegungen angestellt, ob die Ausgestaltung der Maßnahmen geeignet ist, die Erreichung der Ziele zu begünstigen (vgl. Abschnitt 11.6).

Rechtliche Aspekte der Prospektverordnung betreffen insbesondere geplante Weiterentwicklungen und mögliche Rechtskollisionen. Zu den geplanten Weiterentwicklungen wurden eigene theoretische Überlegungen angestellt. Bei dem Thema zur Rechtskollision besteht eine inhaltliche Deckungsgleichheit zur Prospektverordnung, weshalb zur Vorstellung und Diskussion u.a. auf die Forschung von Bachmann (vgl. 2007) und Einsele (vgl. 2012) zu diesen Themen verwiesen wird (vgl. Abschnitt 11.7).

### 1.3.2.3 Stand der Forschung beim Crowdfunding

Auf ökonomischer, regulatorischer Ebene sowie zu rechtlichen Aspekten existiert nationale und internationale Forschung zur Entwicklung der Crowdfunding-Märkte von Deutschland und dem Vereinigten Königreich. Dies liegt darin begründet, dass die Crowdfunding-Märkte in der EU wenig entwickelt sind und neben dem deutschen Crowdfunding-Markt der des ehemaligen EU Mitgliedstaates des Vereinigten Königreichs derjenige ist, der am weitesten entwickelt ist (vgl. Abschnitt 12).

Entsprechend wurde u.a. auf nationale Forschung von Hainz et al. (vgl. 2016) und Klöhn (vgl. 2017) sowie internationale Forschung von Lee (vgl. 2016) und Zhang et al. (vgl. 2018) für die Erarbeitung von Inhalten zurückgegriffen, die zur Beantwortung der Forschungsfrage (vgl. Abschnitt 1.1 und 1.2) als relevant identifiziert wurden.

## 1.4 Zielgruppe dieser Arbeit

Aus dem Überblick zum Stand der Forschung zur EU FTS und der KMU (vgl. Abschnitt 1.3) kann ersehen werden, dass zu bestimmten Themen zur EU FTS als auch der KMU ein Interesse in der Forschung und Praxis entgegengebracht wird, das anhand von verfügbarer Fachliteratur nachvollzogen werden kann.

In der veröffentlichten Fachliteratur werden spezielle Themen zur EU FTS und der KMU adressiert, wozu auch bestimmte ökonomische, regulatorische oder rechtliche Aspekte gehören. Eine ausführliche Arbeit, die einen Überblick auf ökonomischer, regulatorischer und rechtlicher Ebene der EU FTS oder der KMU gibt, und deshalb fundiert auf eine Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU auf diesen Ebenen zu schließen erlaubt, existiert zum Zeitpunkt der Ausarbeitung dieser Arbeit nicht (vgl. Abschnitt 1.3).

Politiker und Wissenschaftler machen mitunter direkt und indirekt auf diesen Umstand zur Forschungslücke aufmerksam. Der ehemalige Generalsekretär des Ausschusses der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden, Fabrice Demarigny, hat für seine Aussage zur Unvereinbarkeit der EU FTS mit der KMU weder auf konkrete Forschung verwiesen noch eine andere Form von Beweis erbracht. Der Wissenschaftler Pesendorfer lässt in einer



Veröffentlichung anklingen, dass die EU die Diskussion zur Vereinbarkeit der EU FTS mit der KMU meidet (vgl. 2015a, S. 207f).

Das Ergebnis zur Vereinbarkeit soll durch die Analyse und dem Vergleich der regulatorischen, ökonomischen und rechtlichen Ebenen der EU FTS und KMU festgestellt werden. Die Dissertation wird somit ein breiteres Bild zur EU FTS und der KMU zeichnen, als es nach derzeitigem Kenntnisstand in der Forschung existiert.

Deshalb wird erwartet, dass als Zielgruppe in den Wissenschaften insbesondere Forscher mit den Schwerpunkten Ökonomie, Regulatorik und Rechtswissenschaft Interesse an der Dissertation zeigen könnten.

Zielgruppe der Dissertation in der Praxis sind Experten mit den Schwerpunkten Ökonomie, Regulatorik und Rechtswissenschaften. Diese Experten sind bspw. in Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, Beratungsgesellschaften, Rechtsanwaltsgesellschaften, im Banken- und Versicherungssektor oder auch Asset Management-Gesellschaften anzutreffen.

Es wird erwartet, dass der Banken- und Versicherungssektor sowie Asset Manager ein besonderes Interesse an den Ergebnissen der Dissertation haben werden. Die Umsetzung auch nur eines der beiden Projekte – der EU FTS oder der KMU – wird das Funktionieren der (Finanz-)Märkte beeinflussen, auf denen Banken und Versicherungen sowie Asset Manager tätig sind.

Aufgrund des teilweise hohen Detaillierungsgrades könnten einzelne Abschnitte der Dissertation eher für eine kleinere Gruppe von Wissenschaftlern und Experten von Interesse sein. Das Ergebnis der Arbeit, ob die EU FTS und die KMU miteinander vereinbar sind, und in welchen Bereichen womöglich eine eingeschränkte Vereinbarkeit oder Unvereinbarkeit vorliegen könnte, sollte für einen breiten Kreis von Personen von Interesse sein.

Insbesondere aufgrund der Relevanz und Wirkung der EU FTS und der KMU über die Grenzen der EU hinaus, sollte die Arbeit – zwar zunächst in Deutsch verfasst – auch internationales Interesse in den zuvor genannten Adressatenkreisen anregen können.

## 1.5 Aufbau der Arbeit

Zur Beantwortung der Forschungsfrage wurde der Aufbau in drei Teilen auf Basis eines klassischen Fünfsatzes ausgewählt. Der Aufbau wurde ins Exposé zur Dissertation aufgenommen und dem Panel der Middlesex University London vorgestellt. Der abgestimmte Aufbau ist in der folgenden Grafik abgebildet:

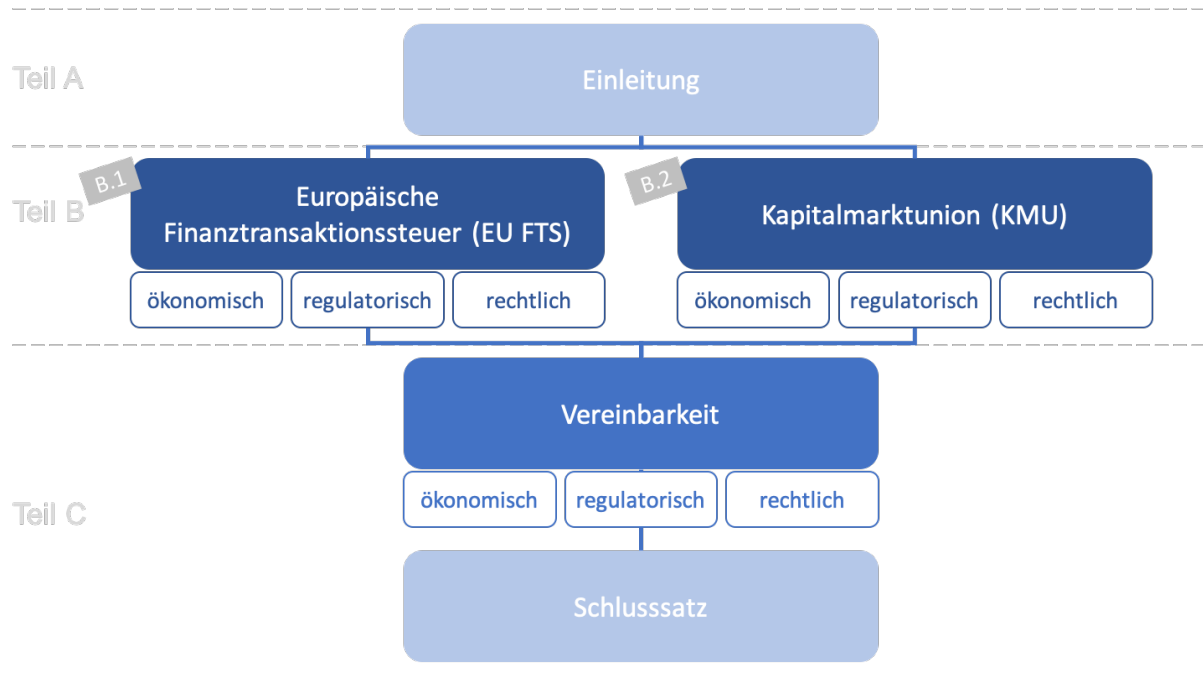


Abbildung 1: Aufbau der Arbeit (Quelle: Eigene Darstellung nach Peters, 2012, S. 60).

In Teil A erfolgt die Einleitung in das Thema der Arbeit, mit Ausführungen zur Forschungsfrage und Forschungslücke sowie dem gewählten methodischen Ansatz und möglicher Kritik.

In Teil B der Arbeit erfolgt die Analyse der EU FTS und der KMU, jeweils unter Berücksichtigung der (1) ökonomischen (2) regulatorischen und (3) rechtlichen Ebene. Die Analyse erfolgt unter Berücksichtigung der von der EU eigens gewählten Ziele, die mit der Umsetzung der EU FTS und KMU erreicht werden sollen, und ausgewählten Aspekten. Hierzu wird, wo es möglich war (vgl. Abschnitt 1.3), auf bestehende Forschung zurückgegriffen, relevante Aspekte identifiziert, ein Überblick über die Ergebnisse gegeben und diese diskutiert.

In Teil C erfolgt zunächst die Zusammenfassung der Analyseergebnisse zur EU FTS und KMU. Die Zusammenfassung erfolgt für jede der drei Ebenen separat. So enthält die

(1) ökonomische Ebene die zusammengefassten Analyseergebnisse zur EU FTS und zur KMU, bevor die Beurteilung der Vereinbarkeit erfolgt. Dieses Vorgehen wird für die (2) regulatorische Ebene und die (3) rechtliche Ebene wiederholt, so dass insgesamt drei Ergebnisse zur Vereinbarkeit entsprechend der detaillierten Forschungsfrage vorliegen (vgl. Abschnitt 1.2).

Diese drei Ergebnisse zur (1) ökonomischen (2) regulatorischen und (3) rechtlichen Vereinbarkeit sind im Schlusssatz verkürzt, und unter Referenzierung auf weitergehende Ausführungen in den jeweiligen Abschnitten, zur Beantwortung der initialen Forschungsfrage abgebildet worden.

## **1.6 Methodischer Forschungsansatz**

Methodisch ist ein dualistischer Forschungsansatz ausgewählt worden: (1) Neben des primären Ansatzes der Literaturlauswertung, der in den angelsächsischen Wissenschaftskreisen unter dem Begriff der „deskbased“-Forschung angetroffen werden kann, sind (2) Expertenmeinungen auf Basis von durchgeführten Interviews ergänzt worden.

### **1.6.1 Literaturlauswertung**

In der Vorbereitung zur Beantwortung der Forschungsfrage nach der Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU ist zunächst eine Literaturlauswertung erfolgt. Ausgewertet wurden Publikationen von Fachexperten in den Wissenschaften und der Praxis, jeweils aus den Fachbereichen der (1) Ökonomie, der (2) Regulatorik und der (3) Rechtswissenschaften. Dabei sind Publikationen in Form von Monografien, Fachartikeln oder auch klassischen Printmedien berücksichtigt worden. Ebenfalls sind Gerichtsentscheidungen vom Internationalen Gerichtshof (IGH), dem europäischen Gerichtshof (EuGH) sowie nationaler Gerichtshöfe nebst Rechtskommentaren berücksichtigt worden.

Da es sich bei den Projekten der EU FTS und der KMU um zwei Projekte der Europäischen Union (EU) handelt, sind Veröffentlichungen der Organe der EU und von den Organen beauftragte Veröffentlichungen ausgewertet worden. Dabei handelt es sich bspw. um Verordnungen, Richtlinien, Vorschläge für Richtlinien, begleitende Arbeitspapiere, beauftragte Gutachten oder auch Entscheidungen des Europäischen Rates.

Die Auswertung der Literatur ist hauptsächlich auf Basis von Primärquellen erfolgt. Die Verwendung von Primärquellen ist aus zwei Gründen der Verwendung von Sekundärquellen vorzuziehen: (1) Die Verwendung von Primärquellen eröffnet die Möglichkeit, eine gewisse Quantität an Quellen zu generieren und (2) ermöglicht die Steuerung der Qualität im Hinblick auf Sicherstellung der Reliabilität, Validität und Objektivität der Ausführungen und der Ergebnisse dieser Arbeit (vgl. Abschnitt 1.8).

Die inhaltliche Auswertung der Literatur wurde auf Basis der in der juristischen Ausbildung erlernten Auslegungsmethodik nach Carl von Savigny durchgeführt. Hierdurch stand mit der grammatischen, systematischen, historischen und teleologischen Auslegungsmethodik die Möglichkeit zur Verfügung (vgl. Savigny, 1840, S. 222ff), die Intentionen eines Autors weitgehend erfassen zu können, unabhängig davon, ob es sich um einen Fachexperten aus Forschung oder Praxis, den Gesetzgeber oder die Rechtsprechung handelt. Dieser Ansatz, der aus der Rechtslehre stammt, ist vorherrschend in den römisch-germanischen Rechtskreisen (sog. „civil law“ Jurisdiktionen) und erfreut sich in den angelsächsischen Rechtskreisen (sog. „case law“ Jurisdiktionen) zunehmender Beliebtheit.<sup>15</sup>

### **1.6.2 Experteninterviews**

Die Ergänzung durch Experteninterviews ist aus zwei Gründen erfolgt: (1) Mit der Literaturlauswertung stehen die Expertenmeinungen zur Verfügung, die durch Publikation öffentlich zugänglich gemacht worden sind. Dabei sind objektive Gründe denkbar<sup>16</sup>, weshalb keine Publikationen von Fachexperten zur Verfügung stehen. (2) Daneben können (unpopuläre) Expertenmeinungen im Kontrast zu den publizierten Meinungen stehen, weshalb von einer Publikation abgesehen worden ist. Unabhängig von der Frage, welcher der zwei Gründe zutreffend ist, stand den Fachexperten durch die Interviews eine Bühne zur

---

<sup>15</sup> Im Rahmen der Ausbildung an der School of Law der Queen's University wurde dieser Ansatz als sog. „statutory interpretation“-Ansatz gelehrt. Auskunftsgemäß hat dieser Ansatz an Bedeutung gewonnen, da im Vereinigten Königreich immer mehr generell-abstrakte Rechtsnormen erlassen werden, aus denen sich das Recht herleiten lässt. Hieraus resultiert eine stärker werdende Anpassung an die „civil law“ Jurisdiktionen. Als Folge haben sich die Auslegungsarten und das Vorgehen im Vereinigten Königreich ebenfalls in der Lehre und Praxis etabliert.

<sup>16</sup> Bspw. unzureichende Kontakte zur Veröffentlichung auf einschlägigen Plattformen und Medien oder ein Mangel an Zeit.

Verfügung, auf der Hinweise auf bisher nicht berücksichtigte Aspekte im Rahmen der Literaturlauswertung gegeben werden und Ansichten informeller vorgetragen werden konnten, als dies im Rahmen von Publikationen womöglich erfolgt wäre.

Sowohl in der Forschung als auch in der Praxis haben Fachexperten aufgrund von sog. sekundären Sozialisierungsprozessen Sonderwissensbestände erworben. Der Erwerb der Sonderwissensbestände ist ein Resultat aus der Arbeits- und Funktionsteiligkeit in der Gesellschaft, der im Zusammenhang mit fortschreitender Spezialisierung in den Wissenschaften und der Arbeitswelt steht (vgl. Lewinski, 2006, S. 71). Dieser Prozess, in dem auf Basis der sekundären Sozialisierungsprozesse Sonderwissensbestände erworben werden und sich Fachexperten herausbilden, ist langwierig und von der Allgemeinheit in der Gesellschaft nicht reproduzierbar (vgl. ebenda).

Im Vorgriff auf die Experteninterviews ist ein Interviewleitfaden erstellt worden (vgl. Anlage 1). Dieser Interviewleitfaden wurde unter Beachtung von wissenschaftlichen Anforderungen an sog. Leitfadeninterviews entwickelt (vgl. Pfadenhauer, 2007, S. 449ff) und mit Fortschreiten der Ausarbeitungen aktualisiert<sup>17</sup> (vgl. Anlage 1). Bei Experteninterviews gilt es die Einflussnahme durch den Interviewer auf den interviewten Fachexperten zu vermeiden. Deshalb sind zur Mitigierung einer möglichen Einflussnahme in den Leitfaden ausschließlich offene Fragen aufgenommen worden, für die es weder vorgegebene Antwortmöglichkeiten gibt, noch die Möglichkeit diese richtig oder falsch zu beantworten. Hieraus resultierte die Möglichkeit für die Fachexperten, die Fragen entsprechend der eigenen Vorstellung in Bezug auf Inhalt und Umfang zu beantworten.

Die Interviews wurden halbstrukturiert geführt. Damit bestand zu jeder Zeit die Möglichkeit des Abweichens vom Interviewleitfaden. Hierdurch sollte dem Interviewer als auch den interviewten Fachexperten die Möglichkeit eröffnet werden, Aspekte tiefergehend zu thematisieren, Ergänzungen vorzunehmen oder Punkte und Meinungen zu konkretisieren. Gleichzeitig erlaubte dieses Vorgehen, dass Fachexperte auf die Beantwortung der Fragen aus dem eigenen Sonderwissensbestand fokussieren konnten.

---

<sup>17</sup> Bis auf ein Interview mit einem Experten aus der Forschung (vgl. Experte 1, 2017, Anlage 2) wurden alle Interviews unter Verwendung des aktualisierten Interviewleitfadens geführt.

Dieses Vorgehen und der Interviewleitfaden wurden mit dem Betreuer dieser Arbeit abgestimmt.

Die Fachexperten sind für die Interviews zu Beginn gezielt ausgewählt worden. Geplant war, dass die interviewten Fachexperten Interviewempfehlungen für potenziell geeignete Fachexperten aussprechen und bei der Herstellung des Kontakts unterstützen. Dieses Vorgehen erwies sich in der Praxis als schwierig. Interviewanfragen bei Fachexperten blieben unbeantwortet oder wurden mit Hinweis darauf abgelehnt, dass es sich um ein neues und spezielles Thema handele, zu dem keine ausreichende Fachkenntnis bestehe. Einige interviewte Fachexperten wiesen vor Beginn der Aufzeichnung der Interviews darauf hin, dass Unsicherheit bestände, welcher Beitrag inhaltlich geleistet werden könne. Dies wurde u.a. mit der Neuartigkeit der Forschungsfrage begründet und dass im Rahmen von im Vorfeld erfolgter eigener Recherche keinerlei Literatur zu dem Thema in national und international einschlägigen Fachquellen ausfindig gemacht werden konnte. Auch im Falle eines erfolgten Interviews stand die Zustimmung zur Verwendung vor der Rückziehung, wurde dann dankenswerterweise unter der Auflage erteilt, dass das Interview anonymisiert wird (vgl. Experte 3, 2021, Anlage 12).

Insgesamt wurden zwölf Interviews mit Fachexperten aus dem In- und Ausland geführt. Neun Interviews sind mit Fachexperten aus der beruflichen Praxis und drei Interviews mit Experten aus der Forschung durchgeführt worden<sup>18</sup>:

#### Forschung

- Experte 1 (Queen's University Belfast)
- Experte 2 (Frankfurt School of Finance)
- Experte 3 (anonym)<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> Die Namen der Fachexperten sind entsprechend der Anforderungen aus den „Richtlinien zur Erstellung schriftlicher Arbeiten Zitierrichtlinien“ mit Stand 06.10.2020 der KMU Akademie & Management AG unkenntlich gemacht worden.

<sup>19</sup> Experte 3 stimmte der Verwendung des Interviews unter der Bedingung zu, dass eine vollständige Anonymisierung erfolgt, unter der Rückschlüsse auf seine Person nicht oder schwer möglich sind. Das anonymisierte Transkript wurde Experte 3 zur Verfügung gestellt und von ihm zur Verwendung in dieser Arbeit freigegeben (vgl. Experte 3, 2021, Anlage 12).

## Praxis

- Experte 4 (Wirtschaftsprüfer/ KPMG)
- Experte 5 (Investmentbanker a.D./ Merrill Lynch)
- Experte 6 (Leiter Private Banking/ Sparkasse Krefeld)
- Experte 7 (Berater Private Banking/ Sparkasse Krefeld)
- Experte 8 (CFO a.D./ Daimler Benz Malaysia)
- Experte 9 (Wirtschaftsprüfer/ KPMG)
- Expertin 10 (Steuerbeamtin/ Wirtschaftsministerium NRW)
- Experte 11 (Leiter des Bereichs Bank-Großkunden (ab Jahresumsatz EUR >500 Mio.) a.D./ Stadtparkasse Düsseldorf)
- Experte 12 (Steuerberater/ QUADRILOG Gruppe)

Dieses Fachexperten-Verhältnis von 3/4 zu 1/4 zugunsten der Praxis wurde gewählt, da der Sonderwissensbestand von Fachexperten aus der Praxis oftmals nicht oder nur eingeschränkt auf Basis von Publikationen zur Verfügung steht. Dieses Sonderwissen der Experten aus der beruflichen Praxis sollte mit den Interviews für diese Arbeit zugänglich gemacht werden.

Die Fachexperten haben keine Entlohnung für das Interview erhalten. Ebenfalls besteht keine verwandtschaftliche Verbundenheit. Die Interviews wurden mit Zustimmung der Fachexperten mittels eines Audiorekorders aufgenommen und anschließend transkribiert. Das transkribierte Interview ist dem interviewten Fachexperten auf erstes Anfordern zur Verfügung gestellt worden. Zu jeder Zeit und bis zur Veröffentlichung dieser Arbeit bestand die Möglichkeit für die Fachexperten, die Verwendung bestimmter Auszüge aus dem Interview oder die Verwendung in Gänze zu untersagen. Der Leitfaden sowie die transkribierten Interviews sind als Anlagen in diese Arbeit aufgenommen.

## 1.7 Zielstellung und Ergebnisform

Gemäß des Kenntnisstands zur Forschung zum Zeitpunkt des Schreibens dieser Arbeit, handelt es sich bei dieser Dissertation um die erste Arbeit, in der sich zur Beantwortung der Forschungsfrage mit der Vereinbarkeit der EU FTS und KMU auseinandergesetzt wird (vgl. Abschnitt 1.3).

Die erste Auseinandersetzung bedeutet, dass es bislang keinen methodischen Ansatz, keine Auswahl an Themen zur EU FTS und KMU und keine Ausarbeitungen zu den Inhalten der Themen vor dem Hintergrund der Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU gibt. Über diesen Umstand wurde von einem Experten aus der Forschung informiert, der sich den Interviewleitfaden zur Verfügung stellen ließ und die Fragen aus dem Leitfaden schriftlich beantwortete (vgl. Experte 2, 2020, Anlage 9).

Bevor die Beantwortung der Forschungsfrage erfolgen kann, galt es folglich die Methodik sowie die Themen zur EU FTS und KMU auszuwählen und auszuarbeiten.

Neben der Beantwortung der Forschungsfrage war und ist es deshalb eine Zielstellung dieser Arbeit, einen methodischen Ansatz sowie eine Auswahl an Themen zur EU FTS und der KMU zur Verfügung zu stellen und diese Themen inhaltlich auszuarbeiten, um als eine Blaupause zur weiteren Erforschung der Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU zur Verfügung zu stehen.

Die Entwicklung des methodischen Vorgehens dieser Arbeit als Blaupause ist unter Berücksichtigung der Lehre und Erfahrung aus der Erstellung von juristischen Arbeiten im Rahmen der Ausbildung an der FOM Hochschule und der Queen's University Belfast erfolgt und wird im Fachbereich Wirtschafts- und Steuerrecht zur Bewertung eingereicht. Diese Blaupause kann und sollte deshalb unter Berücksichtigung von Bedarf und Wissenschaftsgebiet angepasst und weiterentwickelt werden.

In Teil B dieser Arbeit ist auf Basis der methodischen Blaupause die Ausarbeitung zu den Inhalten der ausgewählten Themen erfolgt. Hierfür wird in Teil B.1 zur EU FTS zunächst das jeweilige Thema mit als relevant identifizierten Inhalten vorgestellt (Theorieteil). Es werden dann die ökonomischen und regulatorischen Ziele des Europäischen Gesetzgebers sowie relevante rechtliche Aspekte identifiziert und untersucht, insbesondere auf Zielerreichung sowie kritische Inhalte (Gestaltungsteil) (vgl. Abschnitte 5ff). Diese Vermischung von Theorie- und Gestaltungsteil ist eine natürliche Folge aufgrund des gewählten und abgestimmten Aufbaus der Arbeit und methodischen Vorgehens (vgl. Abschnitt 1.5f).



Dieses Vorgehen mit der Identifizierung und Ausarbeitung der ökonomischen und regulatorischen Ziele sowie rechtlichen Aspekten wird in Teil B.2 zur KMU in gleicher Weise für die jeweiligen Eckpfeiler wiederholt.

Es gilt zu betonen, dass die inhaltliche Ausarbeitung der ökonomischen und regulatorischen Ziele sowie der rechtlichen Aspekte zur EU FTS und der KMU nicht bloß eine Darstellung bisheriger Forschung ist, sondern in den Abschnitten eine erstmalige Ausarbeitung unter Verwendung von Erkenntnissen aus bestehender Forschung zu Detailspekten mit eigenen Überlegungen erfolgt, um diese der Bewertung bei der Vergleichbarkeit in Teil C dieser Arbeit zugänglich zu machen.

Insgesamt gilt es zu berücksichtigen, dass trotz gleicher verfügbarerer Informationen unterschiedliche Meinungen und Einschätzungen zu fachlichen Inhalten, den Zielen der EU mit den Maßnahmen zur EU FTS und der KMU sowie deren Erreichung auf ökonomischer, regulatorischer und rechtlicher Detailebene resultieren werden. Dies liegt u.a. darin begründet, dass die EU FTS bislang nicht umgesetzt wurde und zu einigen Maßnahmen der KMU aufgrund ihrer Neuheit noch keine Informationen in Form von Daten und Ergebnissen zur Verfügung stehen. Ferner können in den Wissenschaften durch Experten unterschiedliche Ansichten auf Basis von unterschiedlichen Ergebnissen und Fokussetzungen vertreten werden, was sich bspw. im Rahmen der Interviews und deren Auswertung bestätigte (vgl. Anlage 15ff).

Die finale Ergebnisform dieser Arbeit ist deshalb ein erster Beitrag mit der Einschätzung des Autors zur Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU (vgl. Teil C) auf Basis des gewählten methodischen Vorgehens (vgl. Abschnitt 1.6), der Analyse und Ausarbeitung zu ausgewählten Inhalten (vgl. Teil B) unter Berücksichtigung der Detailebenen der Forschungsfrage (vgl. Abschnitt 1.2). Diese Arbeit mit dem entwickelten methodischen Ansatz, den ausgewählten und ausgearbeiteten Inhalten sowie dem Ergebnis sollte deshalb als der erste fachliche Beitrag betrachtet werden, auf dem die Diskussion und die Forschung zur Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU im Sinne einer Blaupause aufsetzen kann.

## **1.8 Sicherstellung der Reliabilität, Validität und Objektivität**

Der gewählte methodische Forschungsansatz (vgl. Abschnitt 1.6) im klassischen Fünfsatz (vgl. Abschnitt 1.5) ist der einer tiefgehenden vergleichenden Detailstudie. Solche tiefgehenden und vergleichenden Detailstudien sind im Hinblick auf die Gütekriterien der Reliabilität, Validität und Objektivität bestmöglich zu steuern. Im Hinblick auf die Steuerung sind Rahmenbedingungen etabliert worden und Maßnahmen zur Einhaltung ergriffen worden.

### **1.8.1 Unabhängigkeit und Ausschluss der Einflussnahme seitens Dritter**

Einer der stärksten Aspekte, der zur Sicherstellung der Reliabilität, Validität und Objektivität beitragen kann, ist die Unabhängigkeit bei der Ausarbeitung der Dissertation und der Ableitung der Ergebnisse. Die Unabhängigkeit kann dazu beitragen, dass eine erweiterte Akzeptanz der Ergebnisse der Dissertation im wissenschaftlichen und praktischen Umfeld gefunden wird.

Die beabsichtigte Vorgehensweise zur Ausarbeitung und Ableitung der Ergebnisse sowie der Wahrung der Unabhängigkeit wurde im Exposé zu der Dissertation initial dokumentiert und dem Panel der Middlesex University London vorgestellt. Die vorgestellte Vorgehensweise wird in Kürze rekapituliert und die Einhaltung versichert.

Zur Sicherstellung der Unabhängigkeit sind keine Zuwendungen oder andersartige Vorteile sowie deren Versprechen von Dritter Seite aus der Fachwelt akzeptiert worden. Es wird versichert, dass weder seitens der Universität, durch den Betreuer dieser Arbeit oder andere fachkundige und nichtfachkundige Dritte aus dem Arbeits- und privaten Umfeld versucht wurde auf die Arbeit und das Ergebnis Einfluss zu nehmen. Es wird versichert, dass kein bestimmtes Ergebnis bei der Beantwortung der Forschungsfrage angestrebt oder erwartet worden ist.

### **1.8.2 Recherche, Quellen und Aktualität**

Die Ausfertigung dieser Arbeit ist während der Ausübung der beruflichen Tätigkeit innerhalb der KPMG-Organisation erfolgt. In Absprache mit den Vorgesetzten auf Leitungsebene durften

die Datenbanken der KPMG-Organisation genutzt werden. Damit stand für die Recherche ein Spektrum an nationalen und internationalen sowie internen und externen Informationen zur Verfügung. Interne Informationen sind bspw. Memos, Arbeitspapiere oder Notizen. Die internen Informationen dienten als Anhaltspunkte und wurden verwendet, wenn sie von Fachexperten inhaltlich auf Basis eines durchgeführten Interviews zur Verfügung gestellt wurden. Externe Informationen sind Fachpublikationen, die bspw. als Monografien oder Fachartikeln publiziert worden sind und über Lizenzen der KPMG-Organisation zur Verfügung stehen.<sup>20</sup> Mit Hilfe von gesetzten Filtern in den Datenbanken wurde sichergestellt, dass eine automatisierte Benachrichtigung erfolgte, sobald national oder international neue Fachliteratur zur EU FTS oder KMU in die Datenbanken aufgenommen wurde. Auf Basis der automatisierten Benachrichtigung und der anschließenden Auswertung konnte sichergestellt werden, dass die jüngsten Erkenntnisse aus den Publikationen zur EU FTS und der KMU Berücksichtigung finden konnten.

Daneben sind Fachbibliotheken von Hochschulen genutzt worden. Neben den lokalen, nationalen Bibliotheken, wie etwa der Bibliothek der Heinrich-Heine-Universität in Düsseldorf, sind die (Online-)Bibliotheken genutzt worden. So standen bspw. die (Online-)Bibliotheken der KMU Akademie & Management AG und der Queen's University Belfast zur Verfügung. Letztere wurde genutzt, um insbesondere Zugang zu Fachliteratur aus dem Bereich des angelsächsischen Forschungsraumes zu haben.<sup>21</sup>

Ergänzend sind Newsfeeds als das Äquivalent zu den Filtern in Datenbanken eingerichtet worden. Mittels eingerichteter Newsfeeds erfolgte eine automatisierte Benachrichtigung, wenn Diskussionen oder Veröffentlichungen zum Thema der EU FTS oder KMU in den (Print-)Medien erschienen sind. Zu den (Print-)Medien gehören nationale und internationale Tages- und Wirtschaftszeitungen<sup>22</sup>, Blogs und legislative sowie aufsichtliche Veröffentlichungen.<sup>23</sup>

---

<sup>20</sup> Lizenzen bestehen bspw. mit LexisNexis, Statista, Beck oder auch juris.

<sup>21</sup> Bspw. durch Nutzung von Datenbanken wie Web of Science oder jstor.

<sup>22</sup> Bspw. FAZ, The Guardian oder die Financial Times.

<sup>23</sup> Bspw. Euroactiv, eulitigation oder ec.europa.eu.

### 1.8.3 Auslegungsmethodik und argumentativer Ansatz

Zur Beantwortung der Forschungsfrage sind die Analyseergebnisse aus der Arbeit herangezogen worden, um auf deren Basis – unter Anwendung eines argumentativen Ansatzes – eine Wertung zur Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU abzugeben (vgl. Teil C). Der Aufbau der Arbeit im klassischen Fünfsatz ist bewusst ausgewählt worden, da es sich hierbei um den in den Wissenschaften etablierten Standard bei einem solchen argumentativen Ansatz handelt (vgl. Peters, 2012, S. 59ff).

Mittels publizierter Literatur oder auch in Interviews haben Fachexperten die Möglichkeit, Informationen zu Tatsachen sowie eine eigene Botschaft, Einschätzung oder Wertung zur Verfügung zu stellen. Eine solche zur Verfügung gestellte Botschaft, Einschätzung oder Wertung kann auf zwei Weisen erfolgen: (1) direkt und damit offensichtlich oder (2) indirekt und vage, etwa auf Basis von Andeutungen. Relevant ist hierbei, egal ob es sich um die offensichtliche oder vage Weise handelt, dass die Information oder Botschaft, Einschätzung oder Wertung vom Empfänger richtig verstanden wird. Es gilt folglich den Fachexperten richtig zu interpretieren und damit seinen wahren Willen zu erfassen. Dies geschieht in den Wissenschaften und der Praxis im Zweifel durch Auslegung.

Die Auslegung erfolgte auf Basis der von Carl von Savigny vor über 180 Jahren entwickelten Methodik. Bereits zu Zeiten von Carl von Savigny erließen Gesetzgeber Rechtsnormen teilweise so abstrakt, dass eine Rechtsfortbildung ausschließlich durch Auslegung möglich war (vgl. 1840, S. 222ff). In der Rechtspraxis ist das Bedürfnis zur Auslegung nicht ausschließlich auf Rechtsnormen beschränkt, sondern kann auch mit Blick auf Verträge oder Schriften erforderlich werden, wenn es gilt, den Sinn bzw. Willen des Urhebers herauszuarbeiten und diesen damit deutlich, mittelbar und zugänglich zu machen (vgl. Larenz und Canaris, 1995, S. 133ff). Dieses Bedürfnis, den Sinn bzw. Willen eines Urhebers herauszuarbeiten und damit deutlich, mittelbar und zugänglich zu machen, ist wiederum nicht ausschließlich auf die Rechtslehre beschränkt. Mit Blick auf alle Wissenschaften ist es denkbar, dass das Erfordernis aufkommt, Inhalte aus der Literatur und Interviews von Fachexperten deutlich, mittelbar und zugänglich zu machen.

Auch wenn die weite Auslegungsmethodik von Carl von Savigny (vgl. 1840) primär für Zwecke in der Rechtslehre geschaffen worden ist, ermöglicht das Spektrum über die verschiedenen Auslegungsarten eine Verwendung über die Rechtslehre hinaus. Die Auslegungsmethodik bietet einen weiten Anwendungsrahmen, mit dem Literatur und Experteninterviews im Kontext der (1) ökonomischen, (2) regulatorischen und (3) rechtlichen Vereinbarkeit der Projekte der EU FTS und der KMU zugänglich gemacht werden kann.

An dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, dass die (1) ökonomische und (2) regulatorische Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU von Aspekten der jeweils verfolgten Ziele abhängig ist. Dies bedeutet, dass abweichende und unvereinbare (1) ökonomische und (2) regulatorische Aspekte an der Sinnhaftigkeit der Umsetzung beider Projekte nebeneinander zweifeln lassen können, jedoch nicht in der faktischen Unvereinbarkeit resultieren. Die faktische Unvereinbarkeit der EU FTS und der KMU würde aus dem Umstand resultieren, dass (3) rechtliche Gründe gegen die Vereinbarkeit vorlägen. Insofern wäre spätestens aufgrund der Untersuchung von rechtlichen Gründen auf die Auslegungsmethodik nach Carl von Savigny (vgl. 1840) zurückzugreifen gewesen, ergänzt um die EU richtlinienkonforme Auslegungsmethodik, da diese aufgrund des Charakters der beiden Projekte als EU Projekte einschlägig ist (vgl. Kroll-Ludwigs und Ludwigs, 2009, S. 129f).

Die vier Auslegungsarten nach Carl von Savigny sind (vgl. ebenda, S. 222ff): (1) die grammatische, (2) die systematische, (3) die historische und (4) die teleologische Auslegung.

Bei der (1) grammatischen Auslegung erfolgt die Herausarbeitung des Sinns bzw. Willens des Urhebers streng am Wortlaut. Es erfolgt keine Auslegung über den Wortlaut hinaus. Bei der (2) systematischen Auslegung erfolgt die Herausarbeitung des Sinns bzw. Willens des Urhebers auf Basis des Bedeutungszusammenhangs von Normen oder Abschnitten. Zur Orientierung werden meist nahegelegene Normen oder Abschnitte herangezogen. Bei der (3) historischen Auslegung erfolgt die Herausarbeitung des Sinns bzw. Willens des Urhebers im historischen Kontext. Hier gilt es die Umstände und die Umwelt zum Zeitpunkt des Erlasses eines Gesetzes oder der Publikation einer Schrift in die Auslegung miteinzubeziehen. Deshalb sollte die Auswertung von korrelierenden (Gesetzestext-)Entwürfen, Beschlüssen, Kritiken, Protokollen oder Stellungnahmen durchgeführt werden. Mit der (4) teleologischen Auslegung soll der Sinn bzw. Willen ermittelt werden, weshalb eine Norm oder eine Schrift verfasst

worden ist und welcher Zweck damit bewirkt werden sollte. Dies kann bei einem Gesetz oder einer Schrift bspw. die Schließung einer bislang bestehenden Lücke sein.

Zu den vier klassischen Auslegungsmethoden nach Carl von Savigny tritt aufgrund des EU-Rechtsbezugs die richtlinienkonforme Auslegung (vgl. Kroll-Ludwigs und Ludwigs, 2009, S. 123ff). Die EU kann auf Basis ihrer gesetzgeberischen Kompetenz Richtlinien erlassen (vgl. Art. 4f EUV i.V.m. Art 288 AEUV), die von den Mitgliedstaaten der EU inhaltlich deckungsgleich in nationales Recht zu übertragen sind. Die EU veröffentlicht die Richtlinien in den Amtssprachen ihrer Mitgliedstaaten (vgl. Nißl, 2011, S. 76ff). In den Fällen, in denen die EU Richtlinie abstrakt oder unklar verfasst wurde, wodurch der Sinn und der Wille des Gesetzgebers nicht eindeutig hervortritt, kann es erforderlich sein, die EU Richtlinien in mehreren Sprachen auszuwerten. Hierzu erklärte der EuGH im Stauder Fall (1969, Entscheidungsgrund 3): „Ist eine Entscheidung an alle Mitgliedstaaten gerichtet, so verbietet es die Notwendigkeit einheitlicher Anwendung und damit Auslegung, die Vorschrift in einer ihrer Fassungen isoliert zu betrachten, und gebietet vielmehr, sie nach dem wirklichen Willen ihres Urhebers und dem von diesem verfolgten Zweck namentlich im Licht ihrer Fassung in allen .. Sprachen auszulegen.“

Die Ermittlung des Sinns bzw. Willens eines Urhebers auf Basis einer Auslegung birgt stets das Risiko, den tatsächlichen Sinn bzw. Willen nicht zu erfassen oder zu verfremden. Dieses Risiko steigt, wenn anstelle von Primärquellen Sekundärquellen verwendet werden. In der Verwendung von Sekundärquellen liegt das Risiko, dass die Inhalte der verwendeten Primärquelle beabsichtigt oder unbeabsichtigt verfremdet worden sind. Eine solche Verfremdung kann auftreten, wenn bspw. die Inhalte einer Quelle durch Auslegung missverstanden worden sind, verkürzt oder ohne Kontext wiedergegeben werden, bspw. um eigene Ausführungen argumentativ zu belegen. Um dieses Risiko bestmöglich zu steuern und somit die Reliabilität, Validität und Objektivität der Ausführungen und der Ergebnisse in dieser Arbeit fördern zu können, wurde die zuvor beschriebene Auslegungsmethodik angewandt und Primärquellen verwendet.

## 1.9 Mögliche Kritik am methodischen Ansatz und den Ergebnissen

Mit den Ausführungen in den vorherigen Abschnitten wurde versucht zu vermitteln, dass auf Basis wissenschaftlich akzeptierter Standards, wie der Verwendung einer etablierten

Auslegungsmethodik und Primärquellen, auf die Sicherstellung der Reliabilität, der Validität und der Objektivität hingewirkt worden ist. Wenngleich deshalb möglicherweise die Erwartung aufkommen könnte, dass in einer solchen wissenschaftlichen Arbeit die Reliabilität, Validität und Objektivität vollumfänglich sichergestellt sein muss, ist darauf hinzuweisen, dass es sich um ein unmöglich zu erreichendes Ideal handelt. Es gilt deshalb den methodischen Ansatz zu wählen, der wissenschaftlich akzeptierten Standards entspricht, und mit dem das Forschungsthema und die Forschungsfrage bestmöglich mit Blick auf die Reliabilität, Validität und der Objektivität erforscht und beantwortet werden kann (vgl. Perler, 2012, S. 179ff).

In der Vergangenheit haben sich Vertreter aus Politik und Wirtschaft zur Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU geäußert (vgl. Abschnitt 1). Fachexperten aus Forschung oder Praxis bislang nicht und würden dies vermutlich erst tun, nachdem eine inhaltliche Auseinandersetzung mit dem Forschungsthema und der Forschungsfrage erfolgt ist. Ein Gericht würde Ansichten und Meinungen auswerten und im Rahmen der Urteilsbegründung argumentativ vertreten. Folglich liegt es in der Natur dieses Forschungsthemas und der Beantwortung der Forschungsfrage, dass eine inhaltliche Auseinandersetzung mit dem Forschungsthema sowie mit Ansichten und Meinungen zu erfolgen hat. Anschließend ist ein Ergebnis zur Vereinbarkeit zu äußern und argumentativ zu vertreten. Hieraus sollte nicht das Missverständnis resultieren, dass Ansichten und Meinungen als subjektives Element deshalb Ansprüche auf Reliabilität, Validität und Objektivität ersticken. Es sollte deutlich geworden sein, dass sie als Bestandteil des Forschungsthemas und der Forschungsfrage zwingend erforderlich sind.

Fachexperten, die diese Arbeit auswerten oder auf Basis des gleichen methodischen Ansatzes diese Studie replizieren, werden die Forschungsfrage auf Basis ihrer ausgebildeten Ansichten und Meinungen argumentativ beantworten. In dem Zusammenhang sollte evident sein, dass unter Fachexperten auch abweichende Ansichten und Meinungen mit Blick auf methodisches Vorgehen, Argumentation und Beantwortung der Forschungsfrage anzutreffen sein werden.

Diese Kritik wird insbesondere von Fachexperten erwartet, deren Ausbildung außerhalb der Rechtswissenschaften erfolgt ist. In wissenschaftlichen Arbeiten in der Ökonomie oder auch den sozialen Wissenschaften kann ein anderer Aufbau, ein abweichendes methodisches Vorgehen, eine andere Form der Argumentation und Diskussion von Erkenntnissen zur Beantwortung von Forschungsfragen üblich sein.

Diesem Umstand wurde versucht dadurch zu begegnen, dass Elemente zum Aufbau, beim methodischen Ansatz und der Argumentation aus anderen Wissenschaften berücksichtigt wurden. Gleichwohl ist Wert darauf gelegt worden, dass diese Arbeit weiterhin als eine juristische Arbeit erkennbar ist, die zur Begutachtung im Fachbereich Wirtschafts- und Steuerrecht eingereicht wurde.

Ergänzend sollte bei der Kritik berücksichtigt werden, dass es sich bei der Arbeit – nach derzeitigem Kenntnisstand – um die erste wissenschaftliche Veröffentlichung handelt, die sich mit dem Thema der Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU auseinandersetzt. Entsprechend wird in dieser Arbeit erstmals ein methodischer Ansatz vorgeschlagen und angewandt, um die Forschungsfrage nach der Vereinbarkeit zu untersuchen und zu beantworten (vgl. Abschnitt 1.1ff).

Der gewählte dualistische Forschungsansatz, der neben dem primären Ansatz der (1) Literaturobwertung, um (2) Expertenmeinungen auf Basis von durchgeführten Interviews ergänzt wurde (vgl. Abschnitt 1.6), kann bzgl. der Auswahl der interviewten Fachexperten, der Anzahl der geführten Interviews und dem Erkenntnisgewinn kritisiert werden. Es war geplant, die Erkenntnisse und Thesen aus der Theorie mittels Interviews mit Fachexperten aus der Forschung und der Praxis zu überprüfen und zu validieren. Hierfür sollten nationale und internationale Fachexperten, bspw. Steuer- und Finanzexperten aus der KPMG-Organisation (vgl. Abschnitt 1.6.2), interviewt werden. Über die Gründe, weshalb sowohl Fachexperten aus der Forschung und der Praxis Interviewanfragen ablehnten und unbeantwortet ließen, kann keine fundierte Aussage getroffen werden. Ein interviewter Fachexperte aus der Forschung wies darauf hin, dass im Rahmen eigener Recherche weder nationale noch internationale Veröffentlichungen zur Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU identifiziert wurden (vgl. Abschnitt 1.2). Zusammen mit der Auskunft von Fachexperten, die die Interviewanfragen ablehnten und gleichzeitig darum baten, diese Dissertation nach der Veröffentlichung zur Verfügung gestellt zu bekommen, ist vermutlich mangelndes Interesse kein Grund für die Ablehnung. Möglich könnte der Schutz der eigenen Reputation in der Fachwelt sein, weil in der Wissenschaft bislang keine Meinungsäußerung zur Vereinbarkeit der EU FTS und KMU bekannt ist.



In der Folge erklärten sich mehrheitlich Fachexperten aus dem eigenen beruflichen und Hochschulumfeld bereit, für die Interviews zur Verfügung zu stehen.

Die Anzahl der geführten Interviews, die Führung als halboffene Interviews, die individuell erfolgte Auswertung unter Verwendung des eigens entwickelten Verfahrens zur standardisierten Auswertung (vgl. Abschnitt 1.6.2) können stets als Kritikpunkte von Experten aufgegriffen werden. Es ist allerdings darauf hinzuweisen, dass im Rahmen der Interviews keine inhaltlichen Lücken in der Dissertation aufgedeckt wurden (vgl. Anlage 15 und Anlage 16). Somit ist eine Form der Sättigung in dem Sinne eingetreten, dass – zusammen mit der zurückhaltenden Bereitschaft von Fachexperten – weitere Interviews voraussichtlich zu keinem Erkenntnisgewinn geführt hätten.

Die Kritik am methodischen Vorgehen und eine hieraus resultierende Diskussion oder ein Diskurs in der Fachwelt wird nicht etwa abgelehnt, sondern ausdrücklich begrüßt. Denn bei dem gewählten Forschungsthema und der Forschungsfrage sollte es nunmehr nahezu ausschließlich auf Basis von sachlicher Diskussion und dem Diskurs zu einem Erkenntnisgewinn kommen, woraus ein Fortschritt in der wissenschaftlichen Erforschung resultieren kann.

Insofern ist es ein Anliegen zu betonen, dass zwar beabsichtigt ist, mit dieser Arbeit zur Schließung der Lücke in der wissenschaftlichen Erforschung der Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU beizutragen, die Arbeit als solche allerdings nur als der erste und ein alleinstehender Beitrag angesehen werden soll, der künftigen Diskussionen und dem Diskurs zur Verfügung stehen soll. Insofern würde begrüßt werden, wenn diese erste Veröffentlichung eine Basis sein kann und dazu anregt, weitere Veröffentlichungen zu diesem Thema zu motivieren.

Es gilt zu verdeutlichen, dass auch mein eigener Blick durch den Forschungsprozess beeinflusst worden ist. Durch das Auswerten der Quellen bildete sich zwangsläufig eine Meinung heraus. Dies sollte keinesfalls negativ betrachtet werden, denn die eigene Meinung ist notwendig, um mit fundierten Beiträgen zu der andauernden Diskussion beitragen zu können. Mein eigener Blick wird daher bereits während des Analyseteils der Arbeit erkennbar werden (vgl. Teil B) und ist notwendig, um die Forschungsfrage der Dissertation zu beantworten (vgl. Teil C).

Es ist zu erwarten, dass die Arbeit von Fachexperten aus der Forschung und Praxis kritisiert werden wird, die mit dem Ergebnis nicht übereinstimmen werden. Es ist nicht das Ziel dieser Arbeit, anderslautende Einschätzungen und Ergebnisse als unrichtig oder unzulässig darzustellen. Es liegt in der Natur der Wissenschaft, dass andere Meinungen und Ergebnisse auftreten und ihr Bestand Berechtigung haben kann. Andere Wissenschaftler, die den exakt gleichen Ansatz wählen, könnten aufgrund des interpretativen Ansatzes zu einem anderen Ergebnis gelangen. Die Arbeit soll deshalb qualifizierte Argumente durch die erfolgte Analyse bereitstellen.

Erst ein möglichst breites Wissen und die Kenntnis der einschlägigen Literatur ermöglichen es, qualifizierte Argumente bereitstellen zu können. Dieses Wissen wurde durch das Untersuchen wissenschaftlicher Veröffentlichungen, nebst allen weiteren bereits zuvor genannten Quellen, erlangt. Dies beinhaltet insbesondere auch Rechtskommentare, Monographien, Arbeitspapiere, Fachzeitschriftenartikel aber auch Zeitungsartikel, um die jüngsten politischen, wirtschaftlichen und rechtlichen Entwicklungen zu berücksichtigen.

## Teil B (B.1): Die Europäische Finanztransaktionssteuer

---

### 2 Die Hintergrundgeschichte

---

Die Idee, eine weltweite Finanztransaktionssteuer einführen zu wollen, wurde auf dem Gipfeltreffen der G-20 Staaten 2009 in Pittsburgh publik. Die führenden Wirtschaftsnationen erklärten, dass die Einnahmen aus einer Transaktionssteuer auf Finanzgeschäfte einen angemessenen Beitrag zu den Kosten der Finanzkrise darstellen könnten und zudem hemmend auf bestimmte ungewollte kurzfristige und andere gefährliche Finanztransaktionen wirken würde (vgl. Fischer zu Cramburg, 2010, S. 460). Das Europäische Parlament beauftragte daraufhin die Europäische Kommission eine Folgenabschätzung durchzuführen, um die Auswirkung einer Steuer auf die Märkte einschätzen zu können. EU Politiker forderten zudem, dass der Entwurf der weltweiten FTS auch auf EU Ebene umsetzbar sein müsse, für den Fall, dass eine globale Einführung der Steuer scheitern sollte (vgl. Frey und Bruhn, 2012, S. 1763).

Tatsächlich lehnten die USA den Vorschlag zur Einführung einer globalen FTS beim G-20 Gipfeltreffen im Jahr 2011 endgültig ab. Mit der stärksten Wirtschaftskraft der Welt nicht am Projekt teilnehmend, starb das Projekt für die Steuer auf der Weltebene gänzlich. Erschwerend hinzu kam, dass der Widerstand auch auf EU Ebene gewachsen war. Schweden hatte 1984 eine eigene, nationale FTS eingeführt. Die Ausgestaltung der Steuer sah vor, dass sie von schwedischen Wertpapierhändlern, beim Handel bestimmter Finanzprodukte, einbehalten und von diesen abgeführt werden sollte. Aufgrund ihrer Ausgestaltung war die schwedische FTS anfällig für Umgehungsversuche. Investoren erwarben ihre Wertpapiere an ausländischen Börsen über ausländische Händler und hebelten so den Anwendungsbereich der Steuer erfolgreich aus. Der Handel mit nicht-derivaten Finanzprodukten fiel um 85 %, während der Derivate-Handel sogar um 98 % zurückging. Dies war ein Desaster und der Zustand für Schwedens Finanzwirtschaft nicht lange haltbar (vgl. Sieling, 2012, S. 2). Wohl deshalb steht Schweden den Bemühungen zur Einführung einer FTS auf EU Ebene mit einer gewissen Skepsis gegenüber.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> Schweden gehört nicht zu den elf Mitgliedstaaten, die die Einführung der Einführung der EU FTS vorantreiben und nimmt wertend eine eher zurückhaltende Position ein.

Starker Widerstand gegen die Pläne zur Einführung einer EU FTS konnte im damaligen EU Mitgliedstaat des Vereinigten Königreichs gefunden werden. Hinter dem Interesse der britischen Regierung, die Einführung der Steuer zu verhindern, werden u.a. Gründe des regulatorischen Wettbewerbs vermutet (vgl. Persaud, 2008, S. 157; vgl. Pesendorfer, 2013, S. 637). London war damals Europas umsatzstärkster Handelsplatz für Finanzgeschäfte, mit Ambitionen zum größten Handelszentrum der Welt aufzusteigen (vgl. Pooler, 2014, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b388de4c-174b-11e4-87c0-00144feabdc0.html?siteedition=uk#axzz3OzLC57Ey> [abgefragt am: 12.06.2020]). Die EU FTS hätte Londons Aufstieg allerdings gefährden können, da die Steuer im regulatorischen Wettbewerb eine Abwanderung zu anderen Finanzzentren in der Welt hätte begünstigen können. Das Abwanderungs-Szenario wurde von der britischen Finanzlobby genutzt, um zu vermitteln, dass die FTS letztlich Arbeitsplätze bedroht, die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzsektors schädigt und negative Auswirkung auf andere Finanzmarktteilnehmer haben wird. Diesen Tenor aufgreifend äußerten sich mehrere Stimmen in der Literatur kritisch und ergänzten, dass die Steuer ferner von Kleininvestoren und Eigentümer von privaten Rentenverträgen zu tragen sei (vgl. Hanke et al., 2012, S. 4; Liepe et al., 2013, S. 1344f). George Osborne, Schatzkanzler des Vereinigten Königreichs, folgte solchen Stimmen in der Literatur und der nationalen Finanzlobby, als er erklärte, dass „Die FTS, von der die Leute sprechen, nicht die Banker besteuert. Sie besteuert Jobs, Geldanlagen und die Renten der Bürger.“<sup>25</sup> (Open Europe, 2014, <http://openeuropeblog.blogspot.co.uk/2014/05/swedish-and-dutch-patience-running-out.html> [abgefragt am: 12.06.2020]).

Dieses Argument, dass durch die Einführung der EU FTS etablierte Wirtschaftsstrukturen gefährdet sind, wird genutzt, um der Bevölkerung zu vermitteln, dass letztlich alle Jobs in der gesamten Wirtschaft in Gefahr sind. Unglücklicherweise stärkte die EU selbst diese Argumentation. In einem Arbeitspapier, welches den ersten Vorschlag zu einer Richtlinie für die Einführung der Steuer begleitet, heißt es, dass das BIP der EU Länder um bis zu 1,76 % zurückgehen könnte (vgl. Kommission, 2011b, S. 10). Steuerkritiker setzten die Zahl mit einem Verlust von etwa 500.000 Arbeitsstellen gleich (vgl. Persaud, 2011, S. 11). Durch den anhaltenden Arbeitsstellenabbau in UK, der aufgrund der Finanzkrise und der damit

---

<sup>25</sup> Übersetzung durch den Autor. Im Original: „The FTT that people have talked about is not a tax on bankers, it’s a tax on jobs, investment and people’s pensions.“

verbundenen Rezession einherging, wuchs der Widerstand gegen die Steuer und weiteren Stellenabbau in der Bevölkerung Großbritanniens (vgl. Balakrishnan und Berger, 2009, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sonum111809a> [abgefragt am: 12.06.2020]). Eine spätere Korrektur der Zahl aus dem Arbeitspapier der Europäischen Kommission, wonach die Steuer zu einem Anstieg des BIPs von bis zu 0,2 % beitragen könnte, fand keine Beachtung. Selbiges gilt für den Vorschlag, dass UK die „stamp duty“, als nationale Finanztransaktionssteuer mit höherem Steuersatz von 0,5 %, zugunsten der EU FTS mit einem beabsichtigten Steuersatz von 0,1 % bzw. 0,01 % hätte abschaffen können. Beide Argumente fanden jedoch keine Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit und konnten nicht zur Unterstützung des EU Projektes beitragen (vgl. Persaud, 2011, S. 11). Großbritannien erklärte jedoch nicht grundsätzlich gegen eine FTS zu sein. Sofern die USA doch bereit seien, die Steuer einzuführen, würde UK dasselbe tun (vgl. Allen&Overy, 2013, S. 42).

Der Widerstand Großbritanniens gegen die Steuer blieb nicht ohne Folgen. Andere EU Mitgliedstaaten folgten UKs Beispiel, womöglich aus Sorge um die eigene Wirtschaft, und lehnen die Einführung der FTS ab. Durch die Ablehnung UKs, Schwedens, Bulgariens, Tschechiens, Zyperns, Dänemarks und Maltas an dem Steuerprojekt teilzunehmen, wurde „Auf der Tagung des Rates vom 22. Juni 2012 .. festgestellt, dass es für ein gemeinsames Finanztransaktionssteuersystem, ..., keine einstimmige Unterstützung gab.“ (Kommission, 2012, S. 12). Seitdem versuchen die Finanzminister derjenigen Staaten, die die Einführung der EU FTS befürworten, Kollegen für ihre Sache zu gewinnen, um unter sog. „Verstärkter Zusammenarbeit“ die Steuer auf EU Ebene einführen zu können (vgl. Dahm und Hamacher, 2013, S. 123). Die Nutzung des EU-rechtlichen Instruments der Verstärkten Zusammenarbeit ist notwendig, da die Steuergesetzgebung nach EU Recht dem Einstimmigkeitsprinzip und eigentlich der Zustimmung aller Mitgliedstaaten unterliegt (vgl. Cortez und Vogel, 2013, S. 1000). Die Finanzminister waren in ihrem Bemühen erfolgreich und reichten zeitnah einen Antrag beim Europäischen Rat ein, die Steuer mit einer Minderheit der EU Mitgliedstaaten unter Verstärkter Zusammenarbeit einführen zu dürfen (vgl. Siegle-Hartwig, 2013, S. 441).

Der Rat der EU stimmte dem Antrag mit Beschluss vom 22. Januar 2013 zu (vgl. Rat, 2013, S. 1f). Seitdem arbeiten elf der damaligen 27 Mitgliedstaaten, namentlich Deutschland,

Frankreich, Italien, Spanien, Belgien, Österreich, Portugal, Griechenland, Slowakei, Slowenien und Estland, zusammen, um die FTS einführen zu können.

### **3 Die Verstärkte Zusammenarbeit (Art. 20 EUV; Art. 326ff AEUV)**

---

Ursprünglich wurde die Verstärkte Zusammenarbeit<sup>26</sup> mit dem Vertrag von Amsterdam in 1997 eingeführt. Die Idee zur Einführung der Verstärkten Zusammenarbeit stammt vom damaligen deutschen Bundeskanzler Helmut Kohl und dem französischen Präsidenten Jacques Chirac. Die beiden Regierungschefs hatten ein Unverständnis dafür entwickelt, dass Mitgliedstaaten der EU teilweise nicht in Kooperation zusammenarbeiten konnten, weil einige Mitgliedstaaten die Unterstützung für Projekte in der EU untersagten. Hierdurch wurde die Kooperation und die Umsetzung der Projekte im Gesetzgebungsverfahren der EU unmöglich gemacht (vgl. Kohl und Chirac, 1996, Abschnitt II Rn. 4 und III Rn. 4 inkl. Schlusswort). Auf Basis der Regelungen aus dem Vertrag von Amsterdam konnte die Kooperation für ein Projekt in Verstärkter Zusammenarbeit beantragt und anschließend im Gesetzgebungsverfahren umgesetzt werden, sofern eine einfache Mehrheit unter den Mitgliedstaaten der EU zur Beantragung gefunden werden konnte (vgl. Fischer-Lescano und Kommer, 2011, Fußnote 57).

In seiner derzeitigen Form wurde das EU-rechtliche Instrument der Verstärkten Zusammenarbeit mit dem Vertrag von Lissabon in 2009 eingeführt. In der Praxis wurde das Erfordernis der einfachen Mehrheit zur Beantragung der Verstärkten Zusammenarbeit nie erreicht, weshalb mit dem Vertrag von Lissabon eine Senkung des Erfordernisses auf ein Drittel der Gesamtzahl der Mitgliedstaaten eingeführt wurde. Seitdem sind in der Praxis zwei Projekte auf Basis der Verstärkten Zusammenarbeit im Gesetzgebungsverfahren umgesetzt worden: ein Projekt im Rechtsbereich des Patentrechts und ein zweites Projekt im Familienrecht (vgl. Fischer-Lescano und Kommer, 2011, S. 8). Ein Projekt im Rechtsbereich des Steuerrechts, wie es mit der EU FTS umgesetzt werden soll, ist damit ein Novum.

---

<sup>26</sup> Es handelt sich bei der durchgängigen Großschreibung der Verstärkten Zusammenarbeit um die offizielle Schreibweise der EU. Die Schreibweise wird in dieser Arbeit übernommen.

Mit der Verstärkten Zusammenarbeit soll eine Lösung für zwei heute noch existierende Herausforderungen im EU politischen System zur Verfügung gestellt werden: (1) die objektiven Ungleichheiten von Mitgliedstaaten und (2) der Unwille zur Kooperation.

Ungleichheiten unter den Mitgliedstaaten können aufgrund von objektiven Gegebenheiten bestehen. Solche Gegebenheiten können etwa unterschiedlich schnelle Entwicklungsgeschwindigkeiten oder die geographische Lage eines Staates sein. Hierdurch können sich Staaten faktisch daran gehindert sehen, bestimmte Projekte in der EU zu unterstützen. Da hieraus die Gefahr resultiert, dass der Fortschritt der EU verzögert oder ganz verhindert werden könnte, könnte dies wiederum in unerwünschten politische Folgen oder auch in einer Rezession resultieren (vgl. Wessels, 2011, S. 462).

Der Unwille von Mitgliedstaaten der EU, sich an einem Projekt zu beteiligen, wurde in der Geschichte der EU mehrfach dokumentiert. Ein solch dokumentierter Unwille liegt vor, wenn Staaten unter Berücksichtigung objektiver Gegebenheiten in der Lage waren, ein Projekt zu unterstützen, es allerdings vorzogen, dies nicht zu tun. Die Literatur verweist hier regelmäßig auf den ehemaligen Mitgliedstaat des Vereinigten Königreichs (vgl. Duff, 1997, Section 5), der auch im Falle der EU FTS Unwillen zur Unterstützung der Steuereinführungsbemühungen zeigte (vgl. Pesendorfer, 2013, S. 637), obgleich unter Berücksichtigung objektiver Gegebenheiten keine Gründe für die Nicht-Unterstützung ersichtlich sind.

Sowohl (1) objektive Ungleichheiten als auch der (2) Unwille zur Kooperation werden mit Blick auf die Größe der EU mit nunmehr 27 Mitgliedstaaten zukünftig beobachtet werden können. Da hierdurch etwaige Fortschrittsbemühungen auf EU Ebene verzögert oder gar blockiert werden können, kann das Bedürfnis nach dem Rechtsinstrument der Verstärkten Zusammenarbeit zur Sicherstellung von Fortschritt nachvollziehbar sein.

Kritik gegen das Rechtsinstrument der Verstärkten Zusammenarbeit kann in dem Argument gefunden werden, dass damit günstigere Ausgangsbedingungen zur Gruppenbildung innerhalb der EU geschaffen werden. Unter der Verstärkten Zusammenarbeit könnten Gruppen von Mitgliedstaaten die Neigung ausbilden, ausschließlich eigene Interessen durchsetzen zu wollen und jede andere Gruppe daran hindern zu wollen, deren Interessen durchzusetzen. Eine solche Zersplitterung der EU in mehrere Gruppen steht im Widerspruch

zum eigentlichen Ziel der EU in Einigkeit Entscheidungen zu treffen und als eine große Gemeinschaft aufzutreten und zu handeln (vgl. Jannig, 1997, S. 285ff).

Das Rechtsinstrument der Verstärkten Zusammenarbeit sollte daher als ein Kompromiss der zwei gegensätzlichen Positionen betrachtet werden: zum einen soll mit dem Rechtsinstrument zur Sicherstellung des Fortschritts auf EU Ebene beigetragen werden, obgleich damit zum anderen ein Raum zur unerwünschten Gruppenbildung unter den Mitgliedstaaten geschaffen wird. Deshalb sollte in jedem Einzelfall eine Beurteilung erfolgen, ob die Verstärkte Zusammenarbeit ein geeignetes Mittel zur Umsetzung des jeweiligen Projektes sein kann. Dies ist bei Projekten auch deshalb erforderlich, da die Verstärkte Zusammenarbeit strenge rechtliche Anforderungen stellt, sowohl formell-rechtlich als auch materiell-rechtlich (vgl. Oppermann et al., 2018, S. 172f).

### **3.1 Formell-rechtliche Bestimmungen**

Zunächst sind die formell-rechtlichen Anforderungen zu betrachten, um bessere Ausgangsbedingungen für ein Verständnis zu den späteren Erläuterungen zum materiellen Recht zu schaffen.

Formell-rechtlich kann die Verstärkte Zusammenarbeit in drei Phasen aufgeteilt werden: In der (1) Phase der Ermächtigung wird Auskunft darüber gegeben, wer den Antrag zur Kooperation in Verstärkter Zusammenarbeit stellen darf und welcher EU-Körper die Zustimmung erteilen kann. In der Phase wird damit gleichsam Auskunft darüber gegeben, welche EU-Instanz den Antrag ablehnen kann. In der (2) Phase werden besondere Abstimmungsregelungen in der Verstärkten Zusammenarbeit vorgestellt. In der (3) Phase wird über die Bedingungen informiert, unter denen nicht-teilnehmende Mitgliedstaaten dem Projekt beitreten können, auch nachdem es umgesetzt worden ist.

#### **3.1.1 Die erste Phase: Ermächtigung zur Verstärkten Zusammenarbeit**

Wenn Mitgliedstaaten ein Gesetzgebungsverfahren in Verstärkter Zusammenarbeit umzusetzen beabsichtigen, ist ein Antrag an die Europäische Kommission zu richten. Der Antrag hat die Absichten und Ziele zu enthalten, die die Mitgliedstaaten durch die Gesetzgebung in Verstärkter Zusammenarbeit erreichen möchten (vgl. Art. 329 Abs. 1 Satz 1



AEUV). Dies bedeutet nicht, dass dadurch das Recht zur Gesetzgebungsinitiative auf die Mitgliedstaaten in Verstärkter Zusammenarbeit übergeht. Dieses Recht, das Gesetz auszugestalten, verbleibt bei der Kommission (vgl. Art. 17 Abs. 2 EUV).

Die Kommission reicht den Antrag der Mitgliedstaaten auf Kooperation in Verstärkter Zusammenarbeit an den Europäischen Rat weiter, sofern die formale Korrektheit des Antrages gegeben ist und die Staaten um Weiterleitung gebeten haben (vgl. Art. 329 Abs. 1 AEUV). Die Weiterleitung des Antrages im Fall der EU FTS erfolgte, nachdem die Verhandlungen zur Steuer mit allen Mitgliedstaaten gescheitert waren (vgl. Rat, 2013, Erwägungsgründe 5f). Die Praxis zu warten, bis alle Mitgliedstaaten über ein Projekt verhandelt haben und es gescheitert ist, ist indirekt vorgeschrieben. Dies liegt darin begründet, dass die Verstärkte Zusammenarbeit das letzte gesetzgeberische Mittel sein muss (*ultima ratio*) und nur Anwendung finden darf, wenn „die [...] angestrebten Ziele von der Union in ihrer Gesamtheit nicht innerhalb eines vertretbaren Zeitraums verwirklicht werden können [...]“ (Art. 20 Abs. 2 EUV).

Dies bedeutet, dass Staaten den Antrag zur Kooperation in Verstärkter Zusammenarbeit einreichen, wenn festgestellt worden ist, dass die erforderliche Mehrheit im regulären Gesetzgebungsverfahren unerreichbar ist bzw. die Gesetzgebungsbemühungen, unter Einbezug aller Mitgliedstaaten, gescheitert sind. Insbesondere in solchen Gesetzgebungsbereichen, in denen Einstimmigkeit im Abstimmungsverfahren notwendig ist, kann das Scheitern eines Projekts beobachtet werden, wie im konkreten Falle der EU FTS im Steuergesetzgebungsbereich (vgl. Rat, 2013, Erwägungsgrund 5). Obgleich dieses Vorgehen umständlich erscheinen kann, wird es empfohlen, um die Subsidiarität der Gesetzgebung unter Verstärkter Zusammenarbeit hinter der regulären Gesetzgebung sicherzustellen (vgl. Oppermann et al., 2018, S. 172f).

Zwingende Voraussetzung für die Antragsstellung ist die Kooperation in Verstärkter Zusammenarbeit mit mindestens neun Mitgliedstaaten. Diese Voraussetzung zur Kooperation von einem Drittel der 27 EU Mitgliedstaaten ist mit den Verträgen von Lissabon in 2009 eingeführt worden. Die ursprüngliche Regelung sah die Kooperation in einfacher Mehrheit der Mitgliedstaaten vor. Diese Voraussetzung wurde in der Praxis nie erreicht (vgl. Fischer-Lescano und Kommer, 2011, S. 9).

Mit Blick auf die Antragstellung heißt es in Art. 329 Abs. 1 Satz 2 AEUV: „Die Kommission kann dem Rat einen entsprechenden Vorschlag [zur Verstärkten Zusammenarbeit] vorlegen.“ Die Wortwahl des „kann“ Vorlegens erlaubt der Kommission einen gewissen Spielraum in ihrer Entscheidung. Dieser Spielraum wurde der Kommission mit Blick auf die vorgenannten formalen Bedingungen bei der Antragstellung gewährt. Ferner prüft die Kommission den Antrag auf materiell-rechtlicher Ebene sowie dessen Erfolgsaussichten, bevor eine Weiterleitung erfolgt (vgl. Thym, 2004, S. 55f). Entscheidet sich die Kommission zur Weiterleitung des Antrags zur Einholung der Zustimmung des Rats, hat ferner das Europäische Parlament einzuwilligen, um die Mitgliedstaaten zur Kooperation in Verstärkter Zusammenarbeit zu ermächtigen (vgl. Art 329 Abs. 1 AEUV).

Der Rat entscheidet über die Erlaubnis zur Kooperation in Verstärkter Zusammenarbeit in qualifizierter Mehrheit (vgl. Art. 329 Abs. 2 AEUV i.V.m. Art. 16 Abs. 3 EUV). Alle Mitgliedstaaten sind stimmberechtigt. Dies hat zur Folge, dass die Mitgliedstaaten, die in Verstärkter Zusammenarbeit kooperieren möchten, vom Wohlwollen nicht-kooperierender Mitgliedstaaten abhängig sind. Dies liegt darin begründet, dass die Mitgliedstaaten nicht aus eigener Kraft die Mehrheit in der Ratsabstimmung erreichen können, um ihren Antrag zur Verstärkten Zusammenarbeit zu bewilligen (vgl. Wessels, 2011, S. 205; vgl. Fischer-Lescano und Kommer, 2011, S. 11).

EU Mitgliedstaaten dürfen dem Antrag zur Kooperation in Verstärkter Zusammenarbeit jederzeit beitreten (vgl. Art. 20 EUV). Dies gilt für den Fall, in welchem der Antrag bereits bewilligt worden ist, sich das Projekt allerdings noch vor Eintritt in die zweite Phase der Gesetzgebung befindet (vgl. Thym, 2004, S. 54).

### **3.1.2 Die zweite Phase: Das Gesetzgebungsverfahren**

Nachdem der Antrag zur Verstärkten Zusammenarbeit bewilligt wurde, erfolgt der Übergang in die zweite Phase des Gesetzgebungsverfahrens. Die EU kann gemäß ihren Sekundärrechtskompetenzen Rechtsakte erlassen. Es handelt sich um Verordnungen, Richtlinien, Beschlüsse, Empfehlungen und Stellungnahmen (vgl. Art. 288 AEUV).

In Art. 330 AEUV heißt es, dass „Alle Mitglieder des Rates .. an .. Beratungen [zu dem geplanten Gesetz] teilnehmen [können], aber nur die Mitglieder des Rates, die die an der Verstärkten Zusammenarbeit beteiligten Mitgliedstaaten vertreten, sind stimmberechtigt.“ Diese Regelung, dass alle Mitgliedstaaten an den Beratungen teilnehmen können, wurde erlassen, um einer Zersplitterung der EU in Gruppen mitigierend entgegenzuwirken. Ferner sollen hierdurch etablierte politische (Gemeinschafts-)Strukturen innerhalb der EU geschützt werden (vgl. Blanke, 2015, Art. 330 Rn. 1ff).

Bedarf das Gesetzentwurf im regulären Verfahren der Einstimmigkeit im Abstimmungsverfahren, müssen alle Mitgliedstaaten, die in Verstärkter Zusammenarbeit kooperieren, für die Annahme des Gesetzesentwurfs stimmen (vgl. Art. 330 AEUV). Stimmenthaltungen haben keine negative Auswirkung (vgl. Geiger, 2010, Art. 330 Rn. 3). Unter Wahrung der Voraussetzungen aus Art. 330 AEUV können die Mitgliedstaaten in Verstärkter Zusammenarbeit ein eventuelles Einstimmigkeitserfordernis abbedingen. Art. 333 AEUV erlaubt den Mitgliedstaaten das Einstimmigkeitserfordernis in Einstimmigkeit in ein qualifiziertes Mehrheitserfordernis umzuwandeln (vgl. Heintschel von Heinegg, 2012, Art. 333 Rn. 2). Die Regelungen über die qualifizierte Mehrheit aus Art. 238 AEUV, einschließlich der Regelungen über gewichtete Stimmen, finden analoge Anwendung (vgl. Hatje, 2012, Art. 333 Rn. 2f). Da die Mitgliedstaaten bei einer Änderung des Abstimmungsverfahrens hin zur qualifizierten Mehrheit in späteren Abstimmungen ihre Fähigkeit einbüßen, die Umsetzung eines Gesetzesentwurfs ggf. mit der eigenen Gegenstimme verhindern zu können, hat die Regelung aus Art. 333 AEUV bislang in der Praxis keine Anwendung finden können (vgl. ebenda).

Aufgrund des Einstimmigkeitserfordernisses in der Steuergesetzgebung und dem Umstand, dass Art. 333 AEUV keine Anwendung fand, besteht bei der Umsetzung des Gesetzesentwurfs in Form einer Richtlinie zur Einführung der EU FTS in Verstärkter Zusammenarbeit das Einstimmigkeitserfordernis (vgl. Abschnitt 7.1).

### **3.1.3 Die dritte Phase: Projektbeitritt nach Umsetzung**

Mitgliedstaaten, die in Verstärkter Zusammenarbeit kooperieren, und die, die sich nicht an der Kooperation beteiligen, haben die Zuständigkeiten, Rechte und Pflichten der jeweils

anderen Seite zu achten und wahren (vgl. Art. 327 AEUV). Dies bedeutet, dass eine Schädigung, Benachteiligung oder Diskriminierung der jeweils anderen Seite unzulässig ist. Hieraus wird abgeleitet, dass den nicht an der Kooperation beteiligten Staaten die Möglichkeit erhalten bleiben muss, dem Projekt auch nach dessen Abschluss beitreten zu können (vgl. Fischer-Lescano und Kommer, 2011, S. 10).

Nach Abschluss des Projekts und beim Willen nachträglich beitreten zu wollen, ist ein Antrag auf Beitritt an die Kommission zu richten. Die Kommission überprüft den Antrag und den antragstellenden Mitgliedstaat auf dessen Geeignetheit. Der Begriff der Geeignetheit verweist dabei inhaltlich auf die Überprüfung von objektiven und subjektiven Aspekten, wie bspw. die geographische Lage eines Staates und ob der Beitritt ohne offensichtlich niedere Motive beabsichtigt ist (vgl. Fischer-Lescano und Kommer, 2011, S. 9f).

### 3.2 Materie-rechtliche Bestimmungen

Grundsätzlich werden 5 materie-rechtliche Bedingungen an die Verstärkte Zusammenarbeit gestellt:<sup>27</sup> (1) die EU bedarf der Ermächtigung Gesetze in dem Feld zu erlassen, in denen die Staaten in Verstärkter Zusammenarbeit kooperieren möchten. Dieser Grundsatz ergibt sich aus dem Prinzip der beschränkten Einzelermächtigung, welcher in den Art. 4 und 5 EUV normiert wurde. Das Prinzip der beschränkten Einzelermächtigung besagt, dass die Union Gesetze ausschließlich in den Feldern erlassen darf, in denen sie primärrechtlich — also auf Basis der Europäischen Verträge — ermächtigt worden ist. Dies wird ebenfalls in der EU-rechtlichen Grundnorm der Verstärkten Zusammenarbeit deutlich: Art. 20 EUV führt diesbezüglich aus, dass die Verstärkte Zusammenarbeit in „den nicht ausschließlichen Zuständigkeiten der Union“ liegen muss.

Diese Ausführung lässt auch die (2) Bedingung erkennen. Die EU darf nicht die „ausschließliche Zuständigkeit“ haben (Art. 329 Abs. 1 AEUV). Dies wird verständlich, sobald in Erinnerung gerufen wird, dass es die Staaten in Verstärkter Zusammenarbeit sind, die durch die EU

---

<sup>27</sup> In der Literatur werden mitunter auch mehr oder weniger Bedingungen vertreten. So bspw. auch in Fischer-Lescano und Kommer, nach denen die Verstärkte Zusammenarbeit sechs materielle Voraussetzungen (= Bedingungen) zu erfüllen hat (vgl. 2011, S. 12).

gesetzgeberisch aktiv werden möchten. Es ist nicht die gesamte EU als Einheit, die dieses gesetzgeberische Vorhaben umzusetzen beabsichtigt. Aus Art. 3 Abs. 1 lit. b) AEUV geht hervor, dass „Festlegung[en] der für das Funktionieren des Binnenmarkts erforderlichen Wettbewerbsregeln“ in die „ausschließliche Zuständigkeit“ der Union fällt. Die Regel gilt jedoch nicht für sämtliche Bestimmungen, die den Binnenmarkt betreffen. Laut Rechtsprechung des EuGH fallen lediglich die Art. 101 bis 109 AEUV unter den Anwendungsbereich des Art. 3 Abs. 1 lit. b) AEUV (vgl. EuGH, 1985, Entscheidungsgründe 9ff). Diese Entscheidung des EuGHs ist insbesondere mit Blick auf die Einführbarkeit der EU FTS in Verstärkter Zusammenarbeit von Relevanz, wie es in den Analysen und mit den Ausführungen zum Richtlinienvorschlag in Abschnitt 4 und 7 dieser Arbeit verdeutlicht werden soll.

Die letzten drei materiell-rechtlichen Bedingungen sind aus Art. 326 AEUV herzuleiten. In Art. 326 Satz 1 AEUV heißt es, dass „Eine Verstärkte Zusammenarbeit [...] die Verträge und das Recht der Union [achtet].“ Fischer-Lescano und Kommer (vgl. 2011, S. 10) weisen allerdings darauf hin, dass diese (3) Bedingung aus Art. 326 Satz 1 AEUV nur deklaratorische Wirkung haben kann. Dies liegt am Prinzip der beschränkten Einzelermächtigung, welches stets bei EU Rechtserlassen Anwendung findet. Die normative Wirkung leitet sich deshalb direkt aus dem Europäischen Primärrecht ab und gerade nicht aus Art. 326 Abs. 1 AEUV.<sup>28</sup> Folglich muss die erlassene Rechtsnorm, als Teil des Europäischen Sekundärrechts, im Einklang mit den Regelungen des Primärrechts stehen.

Die (4) Bedingung weist große Ähnlichkeit zu dem vorgenannten, fundamentalen EU-rechtlichen Grundsatz der Vereinbarkeit mit Europäischem Primärrecht auf. Der Unterschied ist, dass die erlassene Rechtsnorm, die Teil des Europäischen Sekundärrechts ist, im Einklang mit bestehendem Europäischem Sekundärrecht stehen muss. Folglich mit bereits von der EU erlassenen Rechtsakten. Diese Bedingung stellt eine Durchbrechung der sonst vorherrschenden *lex posterior derogat legi priori* Regel dar (vgl. Blanke, 2015, Art. 326 Rn. 3). Normalerweise besagt die Regel, dass das jüngere Recht das ältere Recht überschreibt. Dies wäre jedoch fatal in Verstärkter Zusammenarbeit. Schließlich könnte sonst das jüngere Recht, welches durch eine Minderheit in Verstärkter Zusammenarbeit erlassen worden ist, das ältere

---

<sup>28</sup> Das Prinzip der beschränkten Einzelermächtigung ist eine Ausprägung des Primärrechts.

Recht, welches von der Mehrheit oder gar sämtlichen Mitgliedstaaten im Abstimmungsverfahren beschlossen worden ist, überschrieben werden.

Die (5) und letzte materiell-rechtliche Bedingung wird aus Art. 326 Satz 2 und 3 AEUV abgeleitet. Gem. Art. 326 Satz 2 darf eine Verstärkte Zusammenarbeit „weder den Binnenmarkt noch den wirtschaftlichen, sozialen und territorialen Zusammenhalt beeinträchtigen.“ Der Binnenmarkt ist in Art. 26 Abs. 2 AEUV legaldefiniert als ein „Raum ohne Binnengrenzen, in dem der freie Verkehr von Waren, Personen, Dienstleistungen und Kapital gemäß den Bestimmungen der Verträge gewährleistet ist.“ Die stete Verbesserung und letztliche Vollendung des Binnenraumes ist eines der primärrechtlich festgehaltenen Hauptziele der EU (vgl. 3 Abs. 3 EUV). Die Bestimmung aus Art. 326 Satz 2 AEUV, dass die Verstärkte Zusammenarbeit nicht „den wirtschaftlichen, sozialen und territorialen Zusammenhalt beeinträchtigen [darf]“, verweist inhaltlich auf den Art. 174 AEUV (vgl. Geiger, 2010, Art. 326 Rn. 3). In dieser Bestimmung ist kein absolutes Verbot zu sehen, den Binnenmarkt zu beeinträchtigen. Die Ausführung des Art. 326 Satz 2 AEUV hat beschränkte Wirkung und soll im Grundsatz sicherstellen, dass die Binnenmarktrechte aus Art. 28ff AEUV geachtet werden. Durch die beschränkte Wirkung kann eine gesetzgeberisch erlassene Norm auch dann rechtsgültig sein, wenn Binnenmarktrecht verletzt wird. Es bedarf dazu allerdings einer ausreichenden Rechtfertigung (vgl. Hatje, 2012, Art. 326 Rn. 4ff).

Satz 3 des Art. 326 AEUV führt ergänzend zu Satz 2 aus, dass eine Verstärkte Zusammenarbeit für „den Handel zwischen den Mitgliedstaaten weder ein Hindernis noch eine Diskriminierung darstellen ... [oder] sie zu Verzerrungen des Wettbewerbs zwischen den Mitgliedstaaten führen [darf].“ Diesem Satz kommt rein deklaratorische Wirkung bei, da die Art. 28ff AEUV bereits die Grundfreiheiten im Binnenmarkt in gleicher Weise schützen. In der Rechtsprechung ist die Tendenz zu erkennen, dass der EuGH recht schnell auf Diskriminierung oder Verzerrung des Wettbewerbs durch Eingriffe in die Binnenmarktfreiheiten entscheidet. Solche Fälle sind insbesondere im Steuerrecht zu finden, wenn Mitgliedstaaten unterschiedliche Steuerausgestaltungen auf nationaler Ebene eingeführt haben (vgl. u.a. EuGH, 2005, Rn. 36ff).

## 4 Der EU Richtlinienvorschlag zur Einführung der FTS

---

Der erste Vorschlag für eine Richtlinie der Kommission zur Einführung der EU FTS trug den Titel „Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über das gemeinsame Finanztransaktionssteuersystem und zur Änderung der Richtlinie 2008/7/EG“ und datiert vom 28. September 2011 (vgl. Kommission, 2011a, S. 1). Der aktuelle „Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über die Umsetzung einer Verstärkten Zusammenarbeit im Bereich der Finanztransaktionssteuer“ datiert vom 14. Februar 2013 und basiert auf dem älteren Vorschlag (vgl. Kommission, 2013a, S. 2). Die unterschiedlichen Titel der Richtlinienvorschläge von 2011 und 2013 könnten die Vermutung aufkommen lassen, dass die Richtlinienvorschläge inhaltlich im gleichen Maße unterschiedlich sein könnten. Diese Vermutung ist unbegründet und tatsächlich sind die Richtlinienvorschläge über weite Teile inhaltsgleich. Die inhaltlichen Unterschiede zwischen den Richtlinienvorschlägen können u.a. darauf zurückgeführt werden, dass die Einführung unter Verstärkter Zusammenarbeit zu berücksichtigen ist und um sicherzustellen, dass Richtlinie 2008/7/EG – wie es der Titel des Richtlinienvorschlags aus 2011 suggeriert – nicht anzupassen ist.

Gemäß dem aktuellen Vorschlag für eine Richtlinie zur Einführung der EU FTS werden drei Ziele verfolgt (Kommission, 2013a, S. 2):

*(1) Harmonisierung der Rechtsvorschriften für die indirekte Besteuerung von Finanztransaktionen. Dies ist erforderlich, um das ordnungsgemäße Funktionieren des Binnenmarktes für Transaktionen mit Finanzinstrumenten zu gewährleisten und Verzerrungen des Wettbewerbs zwischen Finanzinstrumenten, Akteuren und Märkten in der Europäischen Union zu verhindern;*

*(2) Gewährleistung, dass die Finanzinstitute einen angemessenen und substanziellen Beitrag zu den Kosten der jüngsten Krise leisten und dass in steuerlicher Hinsicht die gleichen Ausgangsbedingungen geschaffen werden wie sie für andere Wirtschaftszweige bestehen;*

*(3) Schaffung geeigneter Hemmnisse für Transaktionen, die der Effizienz der Finanzmärkte nicht förderlich sind, womit regulatorische Maßnahmen zur Vermeidung künftiger Krisen ergänzt werden sollen.*

Während in diesem Abschnitt 4 der Richtlinienvorschlag sachlich und ohne Berücksichtigung der Ziele analysiert wird, erfolgt in den Abschnitten 5ff die Analyse unter inhaltlicher Berücksichtigung der drei Ziele und ökonomischen, regulatorischen und rechtlichen Einwertung.

## **4.1 Der Anwendungsbereich**

Die Kommission informiert in ihrem Vorschlag für eine Richtlinie zur Einführung der EU FTS, dass bewusst ein weiter Anwendungsbereich gewählt worden ist (vgl. Kommission, 2013a, S. 8).

Gemäß Art. 3 Abs. 1 des Richtlinienvorschlags findet die Richtlinie:

„[...] auf alle Finanztransaktionen Anwendung, sofern zumindest eine an der Transaktion beteiligte Partei im Hoheitsgebiet eines teilnehmenden Mitgliedstaates ansässig ist und ein im Hoheitsgebiet eines teilnehmenden Mitgliedstaates ansässiges Finanzinstitut eine Transaktionspartei ist, die entweder für eigene oder fremde Rechnung oder im Namen einer Transaktionspartei handelt.“

### **4.1.1 Der Begriff der Finanzinstitute**

Aus der Formulierung aus Art. 3 Abs. 1 des Richtlinienvorschlags (vgl. Kommission, 2013a) kann erkannt werden, dass es die an der Transaktion beteiligten Finanzinstitute sind, die die Transaktion steuerbar machen. Die Liste, wer als Finanzinstitut i.S.d. Richtlinie gilt, ist weit und verweist auf Europäisches Sekundärrecht für weitere Definitionen (vgl. ebenda, Art. 2). Für die Zwecke der Dissertation soll es genügen, wenn prominente Auszüge vorgestellt werden, um die weite Definition des Begriffs der Finanzinstitute zu verdeutlichen.

Als Finanzinstitute gelten Banken, indem eine Subsumption unter „eine Wertpapierfirma im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 14 der Richtlinie 2004/39/EG“ oder „ein Kreditinstitut



im Sinne von Artikel 4 Nummer 1 der Richtlinie 2006/48/EG“ einschlägig ist (vgl. ebenda, Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit. a) und c)). Zudem gilt „ein geregelter Markt im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 14 der Richtlinie 2004/39/EG“, also etwa eine (Wertpapierhandels-)Börse oder ein anderer Handelsplatz zum Austausch von Finanzprodukten als Finanzinstitut (vgl. ebenda, Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit. b)). Ebenfalls gilt „ein Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen“ aber auch „ein Pensionsfonds oder eine Einrichtung der betrieblichen Altersversorgung“ als ein Finanzinstitut i.S.d. Richtlinienvorschlages (vgl. ebenda, Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit. d) und f)).

Ferner zählen alle „andere[n] Unternehmen, Institute, Einrichtungen oder Personen, die eine oder mehrere der folgenden Tätigkeiten ausüben, sofern der jährliche Durchschnittswert ihrer finanziellen Transaktionen über fünfzig Prozent ihres durchschnittlichen Netto-Jahresumsatzes ausmacht“ (ebenda, Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit. j)) als Finanzinstitute i.S.d. Richtlinienvorschlages. Es handelt sich hierbei um einen Auffangtatbestand, durch den Finanzintermediäre, Stellvertreter, institutionelle Anleger oder auch Tochtergesellschaften erfasst werden können (vgl. Siegle-Hartig, 2013, S. 447).

#### **4.1.2 Das Prinzip der Ansässigkeit**

Die Steuer basiert auf dem Prinzip der Ansässigkeit. Das Prinzip der Ansässigkeit wird durch die Elemente des Ausgabepinzips von Finanzprodukten und das Gegenparteiprinzips ergänzt. Die EU begründet diese Erweiterung des Ansässigkeitsprinzips damit, dass Steuerumgehungen zu verhindern sind und die Verlagerung von Transaktionen verringert werden muss (vgl. Kommission, 2013a, S. 19).

Das Ansässigkeitsprinzip erfüllt zwei Funktionen: (1) Nach dem Ansässigkeitsprinzip werden ausschließlich solche Transaktionen unter Beteiligung von Finanzinstituten der Steuerpflicht unterworfen, die im Hoheitsgebiet eines Staats ansässig sind, das die Steuerregelungen eingeführt hat (vgl. ebenda, Art. 4 Abs. 1). (2) Ferner ermöglicht das Prinzip der Ansässigkeit den Besteuerungsvorgang und den Rechtsanspruch auf die zu zahlende Steuer einem Staat zuzuordnen (vgl. Liepe et al., 2013, S. 1345).

Nach dem in der Steuerrechtslehre allgemein bekannten Ansässigkeitsprinzip würden die Finanzinstitute von der Steuer erfasst werden, die ihren tatsächlichen Sitz im Hoheitsgebiet

eines teilnehmenden EU Mitgliedstaates haben. Art. 4 Abs. 1 lit. e) (vgl. Kommission, 2013a) erweitert diesen Ansatz, indem nicht nur diejenigen Finanzinstitute von der Steuer erfasst werden, die ihren Hauptsitz im Hoheitsgebiet des teilnehmenden Mitgliedstaates haben. Hiernach ist es ausreichend für die Begründung der Steuerpflicht, dass ein Finanzinstitut eine Niederlassung im Hoheitsgebiet eines EU FTS erhebenden Staates hat. Dieses Charakteristikum in der Besteuerung gleicht dem etablierten Ansatz zu Betriebsstellen im deutschen Steuerrecht und kann weltweit in verschiedenen Steuerausgestaltungen gefunden werden (vgl. Brähler, 2014, S. 9ff).

#### 4.1.2.1 Das Ausgabeprinzip

Das „Ausgabeprinzip“ wird in Art. 4 Abs. 1 lit. g) der Richtlinie (vgl. Kommission, 2013a) legaldefiniert. Hiernach gelten alle Parteien, die an der Transaktion beteiligt sind, als ansässig in dem Hoheitsgebiet desjenigen Staates, in dem das in der Transaktion gehandelte Finanzprodukt ausgegeben wurde.

Das Ausgabeprinzip gewinnt in der jüngeren Steuerrechtslehre an Prominenz und Akzeptanz. Zuletzt ist mit den nationalen FTS in Frankreich und Italien, mit denen für bestimmte Finanzprodukte das Ausgabeprinzip eingeführt wurde (vgl. Liepe et al., 2013, S. 1344). Die Entscheidung von Frankreich und Italien bestimmte Finanzprodukte mittels Ausgabeprinzip zu besteuern, kann unter Berücksichtigung rechtlicher Anforderungen nachvollzogen werden, die in Abschnitt 7 weitergehend thematisiert werden.

#### 4.1.2.2 Das Gegenparteiprinzip

Art. 4 Abs. 1 lit. f) beinhaltet die Regelungen zum „Gegenparteiprinzip“ (vgl. Kommission, 2013a). Hiernach gilt ein Finanzinstitut im Hoheitsgebiet eines EU FTS erhebenden Staates als ansässig, sobald es an einer Transaktion beteiligt ist, an der ein Gebietsansässiger im EU FTS erhebenden Staat beteiligt ist. Es ist dabei unerheblich, ob es sich bei einer solchen gebietsansässigen Partei an der Transaktion (bspw. Käufer oder Verkäufer) um ein Finanzinstitut i.S.d. der Richtlinie handelt (vgl. Kommission, 2013a, Art. 4 Abs. 1). Es ist ausreichend, dass eine solche Partei als gebietsansässig im EU FTS erhebenden Staat gilt, um das an der Transaktion beteiligte Finanzinstitut als ebenfalls in diesem Staat ansässig gelten zu lassen.

Dies bedeutet folglich, sollte ein Finanzinstitut aus einem nicht EU FTS erhebenden Staat die EU FTS vermeiden wollen, darf es nicht an einer Finanztransaktion beteiligt sein, bei der eine Partei ein Ansässiger im Hoheitsgebiet eines Staates ist, der EU FTS erhebt (vgl. Kommission, 2013a, Art. 4 Abs. 1).

Da es sich bei dem Gegenparteiprinzip um ein Novum in der Steuerrechtslehre handelt und bestimmte rechtliche Anforderungen bei der Ausübung von hoheitlicher Gewalt im Rahmen der Steuererhebung zu berücksichtigen sind, werden rechtliche Anforderungen in Abschnitt 7 weitergehend thematisiert.

#### **4.1.3 Exkulpationsmöglichkeit vom Prinzip der Ansässigkeit**

Mit Art. 4 Abs. 3 wird im Richtlinienentwurf eine sog. Exkulpationsklausel vorgestellt. Gemäß der Exkulpationsklausel wird der Steuerpflichtige von der Zahlung der Steuerlast befreit, sofern dieser „nachweist, dass zwischen der wirtschaftlichen Substanz der Transaktion und dem Hoheitsgebiet eines teilnehmenden Mitgliedstaates kein Zusammenhang besteht.“ (Kommission, 2013a). Die Klausel soll einer etwaigen Ausuferung des „Gegenpartei-“ und „Ausgabepinzips“ vorbeugen und somit zur Legalität der Art. 4 Abs. 1 lit g) und f) beitragen (vgl. Cortez und Vogel, 2013, S. 1003).

Die Funktionswirkung und etwaige rechtliche Aspekte zur Exkulpationsklausel werden in Abschnitt 7.2.4 weitergehend thematisiert.

#### **4.2 Finanztransaktionen und Entrichtungspflicht der Steuer**

Steuerbare Finanztransaktionen werden in Art. 2 Abs. 1 Nr. 2 des Richtlinienentwurfs aufgezählt. Diese sind (Kommission, 2013a, Art. 2 Abs. 1 Nr. 2):

*(a) Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments vor der Aufrechnung (Netting) oder nach der Abrechnung;*

*(b) zwischen den Unternehmen einer Gruppe vorgenommene Übertragung des Rechts, wie ein Eigentümer über Finanzinstrumente zu verfügen, sowie alle*

*gleichwertigen Vorgänge, bei denen das mit dem Finanzinstrument verbundene Risiko übertragen wird, sofern diese Fälle nicht unter Buchstabe a fallen;*  
*(c) Abschluss von Derivatkontrakten vor Aufrechnung oder Abrechnung;*  
*(d) Austausch von Finanzinstrumenten;*  
*(e) Pensionsgeschäfte, umgekehrte Pensionsgeschäfte, Wertpapierverleih- und -leihgeschäfte;*

Finanztransaktionen, die in die Kategorie der lit. a), b), c) und e) fallen, werden als eine einzige zusammenhängende Transaktion betrachtet, die der Steuer unterliegt. Veranschaulicht bedeutet dies, dass der Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments aus lit. a), die aus einer Kauf- und einer Verkaufsposition besteht, nur einmal als Gesamttransaktion besteuert wird. Der Austausch von Finanzinstrumenten aus lit. d) wird als zwei eigenständige Vorgänge betrachtet und separat für jeden Vorgang besteuert (vgl. Lappas und Ruckes, 2013a, S. 256).

Der Rechtsakt der Besteuerung findet im Hoheitsgebiet desjenigen Staates statt, der die EU FTS erhebt und in dessen Territorium das Finanzinstitut, welches zur Abführung der Steuer verpflichtet ist, ansässig ist (vgl. Kommission, 2013a, Art. 4 Abs. 1 und Art. 10 Abs. 1). Die Kommission hat für den Fall, dass mehrere Finanzinstitute in einer Kette die Transaktion abwickeln oder daran beteiligt sind, klargestellt, dass die Steuer nur dem ursprünglichen Finanzinstitut in der Handlungskette auferlegt wird. Hierdurch soll einem ungewollten Kaskadeneffekt der FTS entgegengewirkt werden (vgl. ebenda, Art. 10 Abs. 2). Für den Fall, dass zwei Finanzinstitute an der Transaktion beteiligt sind, bspw. in der Käufer- und Verkäuferposition, und in unterschiedlichen Hoheitsgebieten von teilnehmenden Mitgliedstaaten als ansässig gelten, „ist jeder dieser Mitgliedstaaten befugt, die Transaktionen nach den Sätzen zu besteuern, die er im Einklang mit dem vorliegenden Vorschlag erlassen hat.“ (ebenda, S. 11).

Nach Art. 10 Abs. 3 gilt (ebenda) haften alle an der Transaktion beteiligten Parteien gesamtschuldnerisch – d.h. auch keine Finanzinstitute i.S.d. Richtlinienvorschlag – für die Entrichtung der Steuer, wenn diese nicht innerhalb der jeweiligen Frist aus Artikel 11 Abs. 5 entrichtet wurde.

Der Steueranspruch aus der FTS entsteht zu dem Zeitpunkt, an dem die Transaktion durchgeführt wird. Hierdurch fallen der Zeitpunkt der Durchführung der Finanztransaktion und die Entstehung des Steueranspruchs aus der FTS zusammen, da wohl die große Mehrheit von Finanztransaktionen heute unter Nutzung von IT-gestützter Technik ausgeführt wird (vgl. ebenda, S. 13f). In den wohl selteneren Fällen, in denen eine Finanztransaktion ohne IT-Unterstützung durchgeführt wird, gibt der Gesetzgeber eine Frist zur Entrichtung von „drei Arbeitstagen nach Entstehen des Steueranspruchs“ (ebenda, S. 14).

### 4.3 Identifizierung von Finanztransaktionen und Berichterstattung

Die Kommission beabsichtigt die Identifizierung von steuerpflichtigen Finanztransaktionen den Finanzinstituten aufzuerlegen. Gem. Art. 11 Abs. 1 (Kommission, 2013a) sind „... Registrierungs-, Rechnungslegungs- und Berichtspflichten sowie andere Pflichten fest[zulegen], die sicherstellen, dass die geschuldete Finanztransaktionssteuer tatsächlich an die Steuerbehörden entrichtet wird.“

Finanzinstitute bzw. jede besteuerte Person wird auf Basis von Art. 11 Abs. 3 (ebenda) dazu verpflichtet, „... bei den Steuerbehörden eine Steuererklärung ein[zu]reich[en], in der alle Angaben enthalten sind, die zur Berechnung der innerhalb eines Monats angefallenen Finanztransaktionssteuer benötigt werden, ...“<sup>29</sup>

Die zuständigen Finanzbehörden übernehmen damit ausschließlich Revisionstätigkeiten, indem die Aufzeichnungen und Berichte ggf. periodisch überprüft werden. Strafmaßnahmen, die neben der Haftungspflicht von Finanzinstituten für die Abführung der Steuer auch die Einhaltung der Identifizierungs- und Berichtspflichten sicherstellen sollen, wird der steuererhebende Mitgliedstaat im Rahmen seiner hoheitlichen Gewaltkompetenz ausüben können (vgl. Kommission, 2013a, Art. 10).

---

<sup>29</sup> Diese Regelung bedeutet, dass neben den Finanzinstituten im Hoheitsgebiet des EU FTS erhebenden Mitgliedstaates auch Finanzinstitute in nicht an der Steuer teilnehmenden Drittstaaten dazu verpflichtet werden, sofern sie aufgrund ihrer Ansässigkeit steuerpflichtig sind, Berichtspflichten und die Pflicht zur Abfuhr der Steuer einzuhalten.

#### 4.4 Steuersatz und Steuerhöhe

Gemäß Art. 9 Abs. 2 des Richtlinienvorschlags steht es jedem steuereinführenden Mitgliedstaat grundsätzlich frei, die Höhe des Steuersatzes für Finanztransaktionen selbst zu bestimmen (vgl. Kommission, 2013a). Eingeschränkt wird diese Freiheit durch die Vorgabe von Mindeststeuersätzen. Die Höhe der vorgegebenen Mindeststeuersätze ist abhängig von den Finanzprodukten, die gehandelt werden. Art. 9 Abs. 2 lit. a) des Richtlinienvorschlags verpflichtet steuererhebende Mitgliedstaaten für Transaktionen, in denen nicht-derivate Finanzprodukte gehandelt werden, einen Steuersatz von mindestens 0,1 % zu erheben. Transaktionen, in denen Finanzderivate gehandelt werden, sind gem. Art. 9 Abs. 2 lit. b) mit einem Mindeststeuersatz von 0,01 % zu besteuern. Transaktionen, die sowohl derivate als auch nicht-derivate Elemente aufweisen, werden für jeden Teil der Transaktion individuell besteuert. So würde der Kauf einer Option, als Finanzderivat, mit mindestens 0,01 % besteuert werden. Die Ausübung der Option, welche anschließend zu einem Kauf eines nicht-derivaten Finanzproduktes führt, würde separat mit mindestens 0,1 % besteuert werden (vgl. Cortez und Vogel, 2013, S. 1002).

Die Europäische Kommission argumentiert, dass die unterschiedlichen Mindeststeuersätze für Finanzderivate und nicht-derivate Produkte aufgrund deren unterschiedlichen „Art“ notwendig sei, um angemessen auf veränderte Marktbedingungen nach der Umsetzung der Richtlinie reagieren zu können (vgl. Kommission, 2013a, S. 13). Eine Erläuterung der Kommission, was mit der unterschiedlichen „Art“ gemeint ist, erfolgt indes nicht. Es ist möglich, dass die Kommission darauf hinweisen möchte, dass der Derivaten-Handel als spekulativ sowie risikobehaftet und der nicht-derivate Handel als längerfristig sowie eher nicht-spekulativ mit geringeren Risiken betrachtet werden kann (vgl. Willnow, 1996, S. 144ff). Dies würde zur Erwartung der Kommission bei Steuereinführung mit einem Gesamteinbruch im nicht-derivaten Handel von 15 % und im Derivaten-Handel von 75 % passen (vgl. Kommission, 2014, S. 17).

Der ausgehandelte Preis für den Erwerb und Verkauf des Finanzproduktes wird für die Berechnung der Steuerhöhe herangezogen. In den Fällen, in denen diese Methode zu vorteilhaften Ergebnissen führt, bspw. aufgrund eines sehr niedrig vereinbarten Preises oder keines Preises, wird „der zwischen voneinander unabhängigen Geschäftspartnern festgelegte

Marktpreis zum Zeitpunkt des Entstehens des Steueranspruchs“ zur Bemessung herangezogen (Kommission, 2013a, S. 12).

#### 4.5 Nutzung des Steuereinkommens

In dem ersten Richtlinienvorschlag aus 2011 schlägt die Kommission vor, dass das Einkommen aus der FTS „als Quelle für den EU-Haushalt genutzt werden könnte.“ (Kommission, 2011a, S.3).

Seit vielen Jahren schlägt die EU vor, eine Steuer als Einkommensquelle für den EU Haushalt einzuführen, um von den etablierten Einkommensquellen aus Art. 311ff AEUV mit den Beitragszahlungen der Mitgliedstaaten unabhängiger zu werden (vgl. bpb, 2020, <https://www.bpb.de/kurz-knapp/lexika/das-europalexikon/176969/eu-steuer/> [abgefragt am: 17.06.2020]). Offiziell führt die EU hierzu aus, dass das Steuereinkommen dazu führt, dass „die nationalen Haushalte weniger belaste[t werden].“ (Kommission, 2011a, S. 3). Inoffiziell wird der Union schon länger unterstellt, durch ein eigenes Steuereinkommen Unabhängigkeit von den großen Beitragszahlern des EU Haushaltes gewinnen zu wollen (vgl. Mayer und Heidfeld, 2011, S. 337f). Da die Unabhängigkeit offenkundig nicht im Interesse der großen Beitragszahler liegen sollte, wurde der Vorschlag der Steuer als EU Einkommensquelle bislang stets abgelehnt (vgl. Caesar, 2011, S. 165).

Im aktuellen Richtlinienvorschlag aus 2013 erfolgt keine direkte Erwähnung der Thematik. Gleichwohl ist es möglich, Hinweise erkennen zu wollen, dass die EU es begrüßen würde, wenn die teilnehmenden Mitgliedstaaten das Steuereinkommen aus der FTS dem EU Haushalt zuführen würden. So heißt es, die Steuer würde es erlauben, „zusätzliche Einnahmen für die öffentlichen Haushalte oder für besondere politische Ziele zu generieren.“ (Kommission, 2013a, S. 17).

## 4.6 Anwendbarkeitsausnahmen der Richtlinie

Ausnahmen der Anwendbarkeit des Richtlinienvorschlags sind in Art. 3 Abs. 2 (vgl. Kommission, 2013a) normiert und gelten für zentrale Gegenparteien (CCP)<sup>30</sup>, Zentralverwahrer (CSD)<sup>31</sup>, internationale Zentralverwahrer (ICSD) oder unter bestimmten Umständen Mitgliedstaaten bzw. deren Vertreter.

Ferner ist in Art. 3 Abs. 4 des Richtlinienvorschlags eine Auflistung von Transaktionen enthalten, die nicht der Steuer unterliegen (vgl. Kommission, 2013a). Gemäß dieser Auflistung sind Primärmarktgeschäft<sup>32</sup> sowie Finanztransaktionen mit Körpern der EU und EU Institutionen – wie die EZB oder der Europäische Finanzstabilisierungsfazilität – von der Besteuerung ausgenommen. Sämtliche Parteien, die an einer solchen Finanztransaktionen beteiligt sind, sind von der Steuer befreit (vgl. Liepe et al., 2013, S. 1345).

## 5 Ökonomische Ziele der EU FTS

---

### 5.1 Einleitung

Zu Anfang von Abschnitt 4 dieser Arbeit wurden die im Richtlinienentwurf zur Einführung der EU FTS festgehaltenen selbstgesetzten Ziele für die Steuer vorgestellt. Eines der Ziele ist die „Gewährleistung, dass die Finanzinstitute einen angemessenen und substanziellen Beitrag zu den Kosten der jüngsten Krise leisten ...“ (Kommission, 2013a, S. 2).

Dieses Ziel kann im Konflikt mit der Einführung der EU FTS als klassische Lenkungssteuer stehen. Vereinfacht ausgedrückt ist das Ziel einer Lenkungssteuer bestimmte Transaktionen durch Besteuerung unattraktiv zu machen und damit in Anzahl und Volumen einzuschränken (vgl. Keynes, 1936, S. 138ff; vgl. Tobin, 1978, S. 1535ff). In der Theorie darf eine Steuer damit als Regulierungswerkzeug aus rein regulatorischer Sicht auch nicht selbsttragend sein, d.h. die

---

<sup>30</sup> Zentrale Gegenparteien sind Rechtssubjekte, die als Intermediär und jeweilige Vertragspartei für Käufer und Verkäufer tätig werden.

<sup>31</sup> Zentralverwahrer übernehmen die Verwahrung von Wertpapieren für Depotbanken.

<sup>32</sup> Hierbei handelt es sich bspw. insb. um die Erstemission von Wertpapieren.



Steuer darf Kosten in Form von monetären Einbußen verursachen (vgl. Experte 4, 2020, Anlage 3).

Im Hinblick auf ökonomische Interessen und das Ziel, einen „angemessenen und substanziellen Beitrag“ (Kommission, 2013a, S.2) zu leisten, wäre eine EU FTS, die monetäre Einbußen für die steuereinführenden Mitgliedstaaten verursacht, nicht vertretbar. Hier gilt der ökonomische Grundsatz, dass jegliche Maßnahme gewinnbringend oder zumindest selbsttragend bzw. kostenneutral sein sollte. Dieser Grundsatz wird mit Übertragung auf ein Beispiel in der Privatwirtschaft verständlich: Erwirtschaftet ein Unternehmen keine positiven Einkünfte, d.h. keinen Gewinn, stehen keine Mittel zur Selbsterhaltung zur Verfügung. Von negativen Einkünften kann ein Unternehmen nicht existieren (vgl. Friedman, 1970a, S. 5f). Diesem Beispiel folgend ist in Regierungskreisen die Aussage getätigt worden, dass die Einführung der EU FTS nur dann weiterhin unterstützt wird, wenn sichergestellt ist, dass die Steuer Einnahmen in einer bestimmten Höhe generieren wird (vgl. Schneeweiss und Buergin, 2014, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-09-13/austria-won-t-accept-fig-leaf-financial-transaction-tax> [abgefragt am: 18.06.2020]).

Die EU FTS sollte folglich so ausgestaltet sein, dass die steuereinführenden Staaten im (regulatorischen) Wettbewerb um Investoren nicht bzw. vernachlässigbar gegenüber nicht steuereinführenden Staaten benachteiligt werden. Hierzu sind bei der Ausgestaltung verschiedene Möglichkeiten denkbar, wie etwa ein breiter Anwendungsrahmen, um etwaige Steuervermeidungsmaßnahmen nicht oder nur eingeschränkt erfolgreich werden zu lassen.

Weshalb die Ausgestaltung einer FTS im Hinblick auf ökonomische Interessen und Steuervermeidungsmaßnahmen wichtig ist, kann am Beispiel der von Schweden in 1984 eingeführten nationalen FTS nachvollzogen werden. Die Ausgestaltung der schwedischen FTS sah vor, dass die Steuer von schwedischen Wertpapierhändlern beim Handel bestimmter Finanzprodukte einbehalten werden sollte. Die Wertpapierhändler sollten die einbehaltene Steuer anschließend an den Fiskus abführen. Schweden rechnete mit Steuereinnahmen von umgerechnet ca. EUR 145<sup>33</sup> Mio. p.a. (vgl. Bundestag, 2009, S. 9). Aufgrund ihrer Ausgestaltung war die schwedische FTS allerdings anfällig für Umgehungsversuche. Investoren

---

<sup>33</sup> Schweden plante mit SEK 1.500 Mio. im Jahr. Umrechnungskurs EUR 1 = SEK 10,4459.

erwarben ihre Finanzprodukte an ausländischen Handelsplätzen über ausländische Wertpapierhändler und hebelten so den Anwendungsbereich der Steuer erfolgreich aus (vgl. Sieling, 2012, S. 2). Bereits eine Woche nach ihrer Einführung brach der Handel mit nicht-derivaten Finanzprodukten um 85 % ein, der Handel mit Derivaten sogar um 98 % (vgl. Umlauf, 1993, S. 228ff). Selbst die hundertprozentige Anhebung der Steuersätze zum Ausgleich von entgangenen Steuereinnahmen brachten nur Mehreinnahmen von etwa 22 %. Daraus resultierte, dass Schweden von den ursprünglich geplanten Einnahmen von EUR 145 Mio. p.a. durchschnittlich nur etwa EUR 5 Mio. p.a. einnahm<sup>34</sup> (vgl. Campbell und Froot, 1993, S. 10ff). Dieser Zustand war für Schwedens Finanzwirtschaft nicht lange haltbar (vgl. Sieling, 2012, S. 1) und die Steuer wurde im Jahr 1991 endgültig abgeschafft (vgl. Bundestag, 2009, S. 7).

Als Kernbotschaft wurde von Deutschland als einer der EU FTS einführenden Staaten verstanden, wie „... wichtig die konkrete Ausgestaltung ... hinsichtlich von Verlagerungsanreizen ist.“ (Bundestag, 2009, S. 3). Somit können der Anwendungsbereich und die Besteuerungszinssätze zwei entscheidende Stellhebel sein, die es nun mit der EU FTS richtig zu stellen gilt, um die Steuer zu einem ökonomischen Erfolg führen zu können.

## **5.2 Entgegenwirkung von Steuerflucht durch den Anwendungsbereich der EU FTS**

Die Kommission beabsichtigt, eine etwaige Steuerflucht durch den Anwendungsbereich der EU FTS entgegenzuwirken. Über den Anwendungsbereich der EU FTS wird bestimmt, in welchen Fällen die an einer Finanztransaktion beteiligten Parteien zur Zahlung der Steuer verpflichtet werden.<sup>35</sup>

Die Kommission hat hierzu im Richtlinienvorschlag das in der Steuerrechtslehre etablierte Prinzip der Ansässigkeit aufgenommen, das auf die physische Präsenz der Partei im steuererhebenden Hoheitsgebiet abstellt (vgl. Kommission, 2013a, Art. 4. Abs. 1 lit. a) bis e))

---

<sup>34</sup> Höchstwert 1989 mit SEK 80 Mio.; entspricht bei einem Umrechnungskurs EUR 1 = SEK 10,4459 etwa EUR 8 Mio. in 1989.

<sup>35</sup> In Abschnitt 4 dieser Arbeit ist der Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS inhaltlich vorgestellt worden. In den nachfolgenden Ausführungen werden Kernpunkte aufgegriffen und im Hinblick auf ökonomische Interessen eingewertet.

und um zwei neuere Elemente ergänzt: (1) Das Ausgabeprinzip, das auf den Ausgabeort des gehandelten Finanzproduktes abstellt (vgl. ebenda, Art. 4 Abs. 1 lit. g)) und (2) das Gegenparteiprinzip, das auf die Beteiligung einer als ansässig geltenden Partei an der Finanztransaktion abstellt (vgl. ebenda, Art. 4 Abs. 1 lit. f)).

### **5.2.1 Wertung des Ausgabeprinzips zur Bekämpfung der Steuerflucht**

Die Besteuerung auf Basis des Ausgabeprinzips erfolgt, wenn in einer Transaktion ein Finanzprodukt gehandelt wird, das im Hoheitsgebiet des steuererhebenden Staats herausgegeben worden ist. Für die nicht im EU FTS erhebenden Staat ansässigen Parteien würde dann die Fiktion<sup>36</sup> geschaffen, im Hoheitsgebiet des EU FTS erhebenden Staats ansässig zu sein (vgl. Kommission, 2013a, Art. 4 Abs. 1 lit. g)). Veranschaulichend bedeutet dies: Führt Frankreich die EU FTS ein und wird ein im französischen Hoheitsgebiet herausgegebenes Finanzprodukt gehandelt, dann wird die Transaktion besteuert. Die Steuerpflicht würde selbst dann begründet, wenn das französische Finanzprodukt zwischen US-amerikanischen Parteien (=Käufer und Verkäufer) und unter Abwicklung durch US-amerikanische Finanzinstitute gehandelt werden würde, obgleich im US-amerikanischen Hoheitsgebiet normalerweise keine EU FTS erhoben werden würde.<sup>37</sup>

Mit Blick auf Nicht-Finanzprodukte wirkt das Ausgabeprinzip wenig intuitiv: Der Käufer eines Champagners in den USA wäre vermutlich überrascht, müsste er neben etwaigen nationalen (Umsatz-)Steuern eine weitere an den französischen Fiskus entrichten, weil er ein französisches Produkt erworben hat. Doch dieses vielleicht zunächst einschlägige Beispiel lässt einen zentralen Unterschied zwischen Nicht-Finanzprodukten und Finanzprodukten außer Acht: Bei Finanzprodukten werden mit dem Produkt (auch) Rechte erworben. So wird bei einer Aktie grundsätzlich ein Recht auf die Zahlung einer Dividende oder ein Mitbestimmungsrecht an dem Unternehmen erworben (vgl. Hartwig-Siegle, 2013, S. 447).

---

<sup>36</sup> Der Begriff der Fiktion ist im rechtswissenschaftlichen Sinne zu verstehen, dass Umstände als gegeben zu behandeln sind, obgleich diese tatsächlich nicht gegeben sind.

<sup>37</sup> Weitergehende Ausführungen zur rechtlichen Ausgestaltung und der Fiktion sind in Abschnitt 7 enthalten.

Unter Berücksichtigung der Besonderheit von verbrieften Rechten bei Finanzprodukten ist das Ausgabeprinzip bei der Besteuerung von Finanztransaktionen in der Steuerrechtslehre im Grundsatz etabliert<sup>38</sup> und findet bei den nationalen FTS von Frankreich und Italien Anwendung (vgl. Lappas und Ruckes, 2013b, S. 117ff). Mit Blick auf das Entgegenwirken von Steuerflucht ist die Aufnahme des Ausgabepinzips in den Richtlinienvorschlag durch die Kommission von einer ökonomischen Perspektive nachvollziehbar und materiell-rechtlich geeignet.<sup>39</sup>

## 5.2.2 Wertung des Gegenparteiprinzips zur Bekämpfung der Steuerflucht

Auf Basis der Regelungen des Gegenparteiprinzips wird die Fiktion der Ansässigkeit für alle an einer Transaktion beteiligten Parteien im Hoheitsgebiet des EU FTS Staats geschaffen, weil eine an der Transaktion beteiligte Partei im Hoheitsgebiet des EU FTS erhebenden Staates ansässig ist (vgl. ebenda, Art. 4 Abs. 1 lit. f)).

Dies bedeutet, dass ein US-amerikanischer Käufer und Verkäufer eines US-amerikanischen Finanzprodukts im US-amerikanischen Hoheitsgebiet zur Zahlung der Steuer an den französischen Fiskus verpflichtet werden kann, weil bspw. eine französische Bank die Abwicklung übernommen hat.

Die Erweiterung des Ansässigkeitsprinzips, um das bislang in der Steuerrechtslehre unbekanntes Gegenparteiprinzip, resultiert in einer sehr weitreichenden Verpflichtung zur Entrichtung der Steuer (vgl. u.a. Lappas und Ruckes, 2013a, S. 257ff). Die weitreichende Verpflichtung liegt darin begründet, dass die meisten Finanztransaktionen unter der Beteiligung von Parteien abgewickelt werden, von deren Beteiligung Käufer und Verkäufer weder zwangsweise Kenntnis haben noch Einfluss auf deren Ansässigkeit ausüben können. Eine Umgehung der Steuer auf den weltweiten Finanzmärkten wird damit nahezu unmöglich gemacht (vgl. Liepe et al., 2013, S. 1344f).

Hierdurch können die steuereinführenden Mitgliedstaaten Nachteile im Steuerwettbewerb gegenüber Staaten vermeiden, die die EU FTS nicht einführen.

---

<sup>38</sup> Detailfragen sind ungeklärt und werden in Abschnitt 7 weitergehend thematisiert.

<sup>39</sup> Siehe Abschnitt 7.2.6 zu möglichen Schwierigkeiten des materiell-rechtlichen Anspruchs.

Mit Blick auf das Entgegenwirken von Steuerflucht sowie dem Interesse an der Generierung von Steuereinnahmen ist die Einführung des Gegenparteiprinzips nachvollziehbar.<sup>40</sup>

### **5.3 Der Steuersatz und die Steuereinnahmen**

Im Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS wird ein Mindeststeuersatz für Transaktionen mit nicht-derivativen Finanzprodukten von 0,1 % und mit derivativen Finanzprodukten von 0,01 % vorgegeben (vgl. Kommission, 2013a, Art. 9 Abs. 2). Zu den sog. nicht-derivativen Finanzprodukten zählen klassische Finanzprodukte wie etwa Aktien und Anleihen (vgl. ebenda, Art 2 Abs. 1 Nr. 3 sowie 5 bis 7). Zu den derivativen Finanzprodukten zählen etwa Optionen, Future oder auch (Zins-)Swaps (vgl. ebenda, Art. 2 Abs. 1 Nr. 4).

In den vergangenen 20 Jahren hat die Anzahl von Transaktionen und das Transaktionsvolumen auf den Finanzmärkten bei den nicht-derivativen und derivativen Finanzprodukten stark zugenommen (vgl. Abschnitt 5.3.1f). Im Hinblick auf die Generierung des Steuereinkommens ist diese Entwicklung sicherlich begrüßenswert, denn je höher das gehandelte Volumen von nicht-derivativen und derivativen Finanzprodukten ausfällt, desto höher werden auch die Einkünfte im Rahmen besteuerteter Transaktionen mit der EU FTS ausfallen.

Aufgrund der erforderlichen Aufbereitung von aufgezeichneten Daten und einer miteinhergehenden Verzögerung bei der Veröffentlichung der aufbereiteten Daten, ist mit Blick auf die Entwicklung von Märkten, die von der EU FTS betroffen sein werden, der Betrachtungszeitraum von 1993 bis einschließlich 2015 ausgewählt worden. Damit ist die Entwicklung der Märkte vor, während und nach der Finanzkrise von 2007 abgebildet.

#### **5.3.1 Entwicklung der weltweiten nicht-derivativen Finanzmärkte**

Klassische nicht-derivative Finanzprodukte, über deren Entwicklung von der World Federation of Exchange (WFE) und der Bank for International Settlements (BIS) Daten aufgezeichnet und durch die Bundeszentrale für politische Bildung (bpb) zur Verfügung gestellt werden (vgl. bpb,

---

<sup>40</sup> Siehe Abschnitt 7.2.3 zu möglichen rechtlichen Herausforderungen beim Gegenparteiprinzip.

2019, <https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52590/aktien> [abgefragt am: 18.06.2020]), sind Aktien und Anleihen. Aktien und Anleihen werden auch im Rahmen der Besteuerung der EU FTS als nicht derivative Finanzprodukte erfasst (vgl. Kommission, 2013a, Art. 9 Abs. 2 i.V.m. Art. 2 Abs. 2).

### 5.3.1.1 Entwicklung des Aktienmarkts

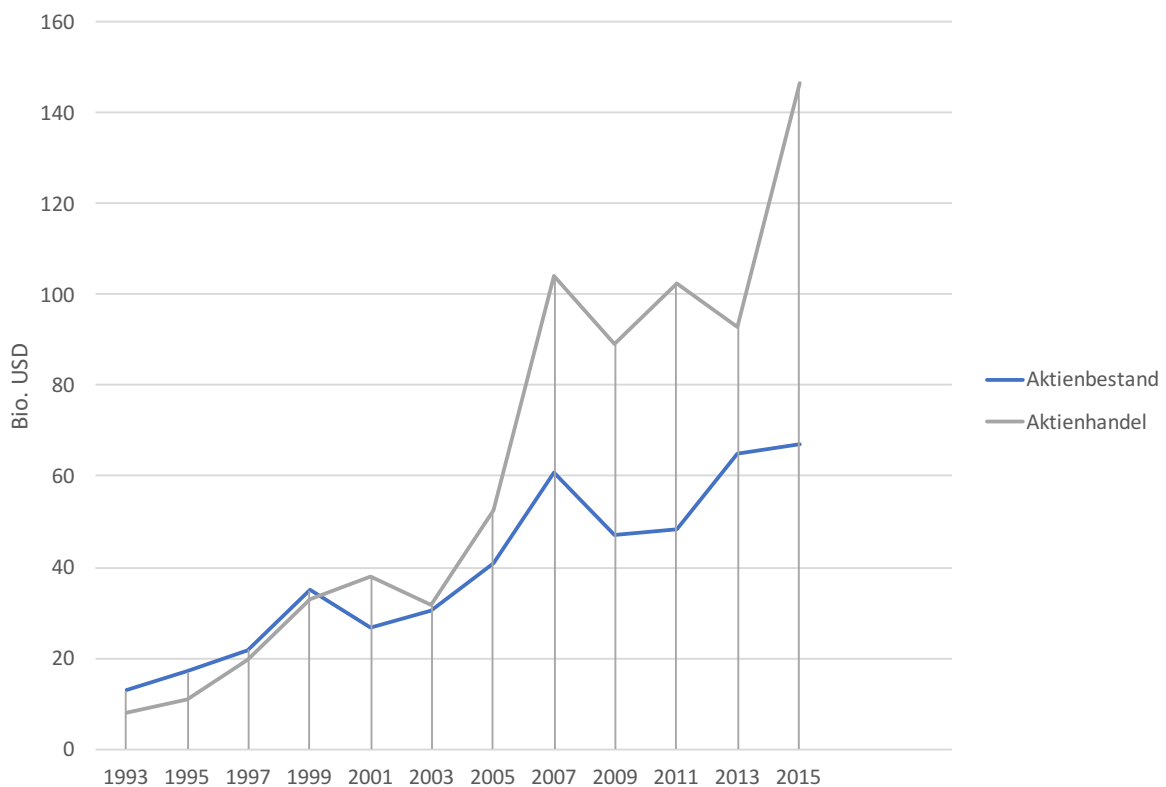


Abbildung 2: Entwicklung des Aktienmarkts (Quelle: Eigene Darstellung nach bpb, 2019, <https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52590/aktien> [abgefragt am: 18.06.2020]).

Im Jahr 1993 betrug der Bestand an Aktien USD 12,9 Bio. und das gehandelte Volumen etwa USD 8,1 Bio., woraus eine Umschlaghäufigkeit von 0,6 je Aktie abgeleitet werden kann (vgl. bpb, 2019, <https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52590/aktien> [abgefragt am: 18.06.2020]).

Aus der grafischen Darstellungen in Abbildung 2 kann abgelesen werden, dass der Bestand an Aktien und insbesondere der Handel mit Aktien in der Zeit von 1993 bis 2015 stark zugenommen hat. So betrug der für 2015 aufgezeichnete Bestand an Aktien USD 67,1 Bio. und

das Handelsvolumen USD 146,5 Bio., woraus eine Umschlaghäufigkeit von 2,2 je Aktie abgeleitet werden kann (vgl. ebenda).

In diesen etwas mehr als 20 Jahren (1993-2015) ist die Entwicklung des Aktienbestands und -handels in unterschiedlichen Geschwindigkeiten verlaufen. Während der Aktienbestand von 1993 bis 2015 um den Faktor 5,2 gestiegen ist, nahm im gleichen Zeitraum der Handel mit Aktien um den Faktor 18,1 zu.

Beim Handel mit Aktien sind zwei sprunghafte Anstiege aufgezeichnet worden: (1) Der erste Anstieg ist im Jahr 2007 aufgezeichnet worden. Die damit einhergehende gesteigerte Umschlaghäufigkeit von 1,7 je Aktie fällt in die Zeit des Aufkommens der weltweiten Finanzkrise. Diese Erkenntnis steht in Korrelation mit früheren Aufzeichnungen, in denen die Umschlaghäufigkeit von Aktien in Krisenzeiten deutlich zugenommen hat (vgl. ebenda).

(2) Zum Jahr 2015 ist ein erneuter starker Anstieg des Aktienhandels aufgezeichnet worden (vgl. ebenda). Da dieser Anstieg nicht in eine Krisenzeit fällt, sind verschiedene Begründungen in Wissenschaft und Praxis diskutiert worden. Gemeinhin werden die positive Grundstimmung auf den Aktienmärkten sowie der computergestützte und automatisierte Handel (vgl. Schulmeister, 2009, S. 7; vgl. Schulmeister, 2014, S. 10) und der auf diese Technologie gestützte Hochfrequenzhandel als für den massiven Anstieg des Handelsvolumens begünstigend angesehen (vgl. Bundesbank, 2016, <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/themen/hochfrequenzhandel-kann-volatilitaet-an-den-finanzmaerkten-erhoehen-665080> [abgefragt am: 18.06.2020]).

### 5.3.1.2 Entwicklung des Anleihenmarkts

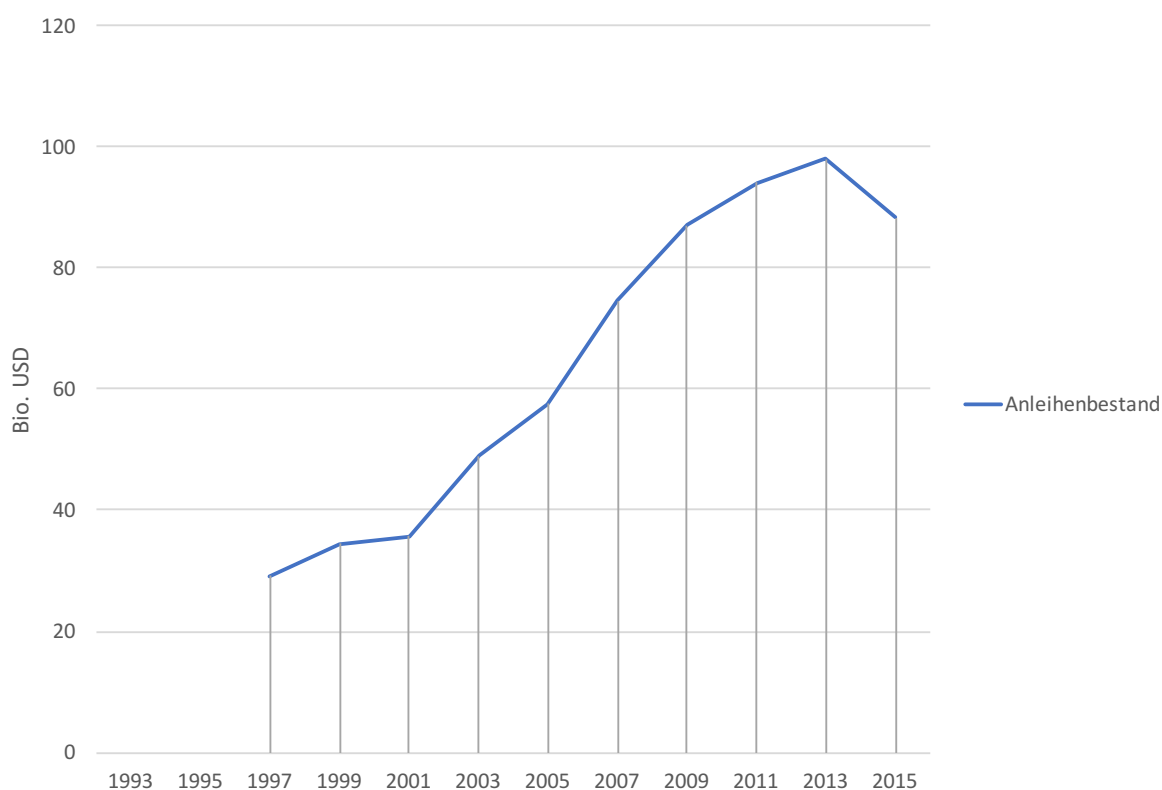


Abbildung 3: Entwicklung des Anleihenmarkts (Quelle: Eigene Darstellung nach bpb, 2017a, <https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52599/anleihen> [abgefragt am: 18.06.2020]).

Die BIS zeichnet Daten zum Bestand von Anleihen auf. Daten zum gehandelten Volumen, wie sie etwa durch die WFE für Aktien aufgezeichnet werden, stehen für Anleihen nicht zur Verfügung (vgl. bpb, 2017a, <https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52599/anleihen> [abgefragt am: 18.06.2020]).

Im Jahr 1997 betrug der Bestand an Anleihen USD 29,1 Bio. weltweit. Der Höchstwert wurde in 2013 mit einem Bestand von USD 98,0 Bio. erreicht. Im Jahr 2015 ist dieser Bestand auf USD 88,3 Bio. zurückgegangen (vgl. ebenda). Zwischen 1997 und 2015 fand im Ergebnis eine Verdreifachung des ursprünglichen Bestands statt.

Im Zeitraum von 1997 bis 2015 ist ferner eine Verhältnisverschiebung mit Blick auf die Emittenten von Anleihen aufgezeichnet worden. Im Jahr 1997 wurden rund 57,0 %<sup>41</sup>

<sup>41</sup> Die Prozentwerte enthalten Rundungsdifferenzen.



(USD 16,6 Bio.) aller Anleihen von Staaten herausgegeben, 30,2 % (USD 8,8 Bio.) von Finanzdienstleistungsunternehmen und 12,7 % (USD 3,7 Bio.) von sonstigen Unternehmen. Im Jahr 2015 wurden rund 47,1 % (USD 41,6 Bio.) aller Anleihen von Staaten herausgegeben, 39,8 % (USD 35,1 Bio.) von Finanzdienstleistungsunternehmen und 13,1 % (USD 11,6 Bio.) von sonstigen Unternehmen. Dies entspricht im Zeitraum von 1997 bis 2015 einer verhältnismäßigen Verschiebung bei Staaten von -9,9 Prozentpunkten, Finanzdienstleistungsunternehmen +9,4 Prozentpunkten und den sonstigen Unternehmen von +0,4 Prozentpunkten.

Etwaige Ursachenbegründungen für die Verdreifachung des Bestands an Anleihen oder die Verhältnisverschiebung bei den Emittenten im Aufzeichnungszeitraum 1997 bis 2015 sind allgemeingehalten. Grundsätzlich wird die positive Grundstimmung und das Wachstum der privaten (Finanz-)Wirtschaft als ursächlich identifiziert. Die bpb (ebenda) führt diesbezüglich aus, dass: „Wichtige Triebkräfte der Veränderung ... die Liberalisierung der Kapitalmärkte, die Schaffung des Europäischen Binnenmarktes und die Einführung des Euro in der Europäischen Union [waren].“

### 5.3.2 Entwicklung der derivaten Finanzprodukte auf den Finanzmärkten

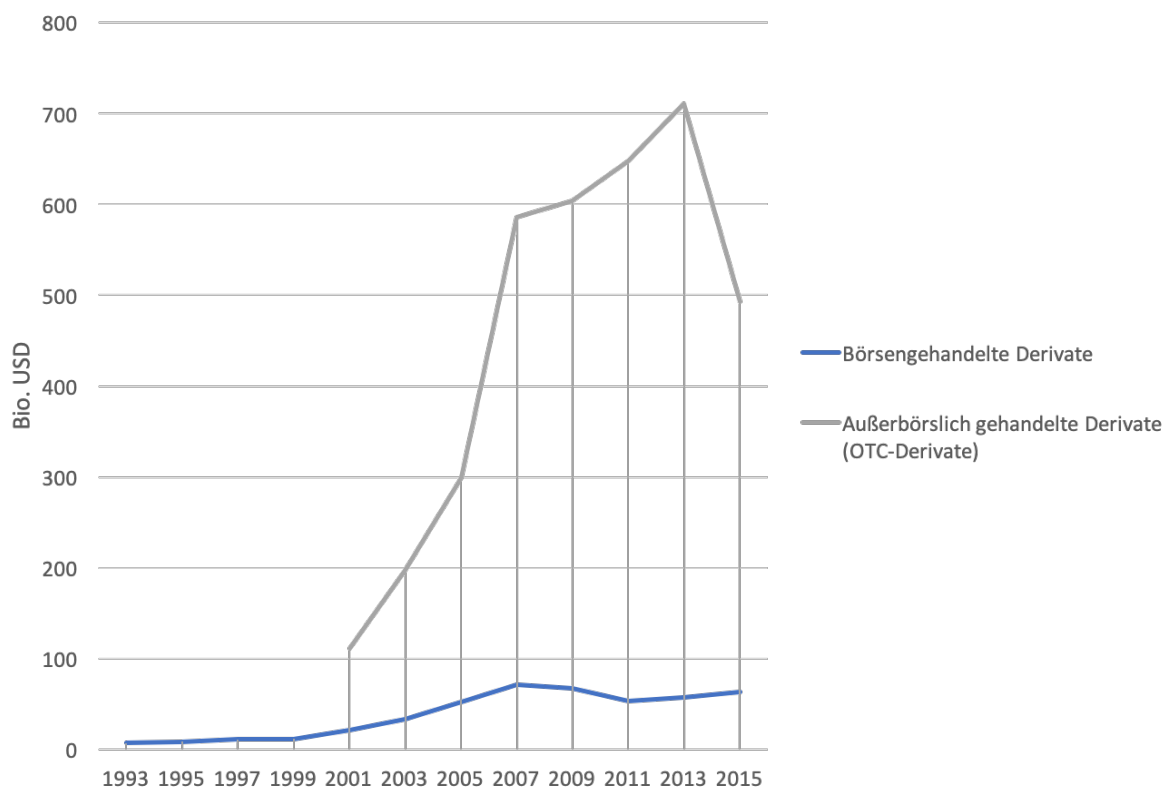


Abbildung 4: Entwicklung des Derivatenmarkts (Quelle: Eigene Darstellung nach bpb, 2017b, <https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52602/finanzderivate> [abgefragt am: 18.06.2020]).

Im Betrachtungszeitraum von 1993 bis 2015 ist das Volumen von börsengehandelten Finanzderivaten von USD 7,4 Bio. auf USD 63,5 Bio. angestiegen. Dies entspricht etwas über einer Verachtfachung des gehandelten Bestands im Betrachtungszeitraum (vgl. bpb, 2017b, <https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52602/finanzderivate> [abgefragt am: 18.06.2020]).

Der bisherige höchste Bestand an börsengehandelten Derivaten wurde im Jahr 2007, dem Jahr des Ausbruchs der weltweiten Finanzkrise, mit USD 71,5 Bio. aufgezeichnet (vgl. ebenda). Das Zusammenfallen des höchsten Bestands mit Ausbruch der Finanzkrise in 2007 ist insofern beachtenswert, als dass derivative Finanzprodukte teilweise als toxisch<sup>42</sup> angesehen werden und als krisenbegünstigend und -ursächlich identifiziert wurden (vgl. The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 38ff). Einige derivative Finanzprodukte haben das Potenzial über

<sup>42</sup> Der Begriff wurde durch Beck geprägt (vgl. Beck, 1986, S. 21)

Hebelwirkungen den Gewinn zu vervielfachen und in der Gegenwirkung auch die Leistungspflicht vervielfachen zu können. Sie können deshalb in einer existenziellen Gefahr für Käufer resultieren. Vermutlich liegt in dieser Gefahr und gemachten Erfahrungen ein Grund, weshalb ein Abfall des börsengehandelten Bestands auf USD 53,7 Bio. bis 2011 aufgezeichnet wurde. Zwar ist der gehandelte Bestand bis 2015 auf USD 63,5 Bio. gestiegen, der Höchstwert aus 2007 wurde im Ergebnis damit nicht wieder erreicht (vgl. bpb, 2017b, <https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52602/finanzderivate> [abgefragt am: 18.06.2020]).

Außerbörslich gehandelte Derivate, sog. „over the counter“ (OTC)-Derivate, unterscheiden sich von den an Börsen gehandelten Derivaten dadurch, dass sie zwischen den Parteien direkt abgeschlossen werden. Damit entfällt die Börse als regulierter Handelsplatz für standardisierte Geschäfte. Hieraus resultieren zum einen geringere Transaktionskosten für die Parteien und zum anderen, dass die Geschäfte individuell und den Bedürfnissen der Parteien entsprechend abgeschlossen werden können (vgl. Klingner-Schmidt, 2009, S. 1639). Im Aufzeichnungszeitraum 2001 bis 2015 ist der außerbörslich gehandelte Bestand von Finanzderivaten von USD 111,2 Bio. auf USD 492,7 Bio. gestiegen. Ein starker Anstieg ist in den Jahren 2001 bis 2007 von USD 111,2 Bio. auf USD 585,9 Bio. (USD +474,7 Bio.) aufgezeichnet worden. Mit dem Aufkommen der Finanzkrise in 2007 erfolgte ein gemäßigteres Wachstum des OTC-gehandelten Bestands von 2007 bis zum Höchststand in 2013 auf USD 710,3 Bio. (USD +124,4 Bio.) (vgl. bpb, 2017b, <https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52602/finanzderivate> [abgefragt am: 18.06.2020]).

Im Rahmen der Finanzkrise rückten neben den börsengehandelten auch die außerbörslich gehandelten OTC-Derivate in die öffentliche Aufmerksamkeit. Insbesondere die sog. Credit Default Swaps (CDS) gelangten zu einer gewissen Prominenz. CDS sollen dem vereinfachten Grundgedanken nach als Kreditausfallversicherung vom Kreditgeber abgeschlossen werden (vgl. The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 50). Da ein CDS allerdings grundsätzlich von jedermann abgeschlossen werden kann, muss der Käufer einer solchen Kreditausfallversicherung nicht den Kredit herausgegeben haben. Deshalb wurden CDS von Dritten im Rahmen von Spekulationen auf den Ausfall von Krediten gekauft (vgl. ebenda). Als die Kreditausfälle im Rahmen der Krise eintraten, gewannen Spekulanten ihre Wette auf den Ausfall und die Gegenparteien waren zur Zahlung verpflichtet. Einige Gegenparteien konnten

ihre Leistungspflicht nicht erbringen und gerieten in finanzielle Notlagen. Damit wurden die Effekte der Krise durch CDS als OTC-Derivate in einem desaströsen Maß verschärft (vgl. ebenda, S. 17). Aufgrund solcher krisenverschärfenden Wetten und aufgrund der Intransparenz des außerbörslichen Derivatehandels beschlossen die Staats- und Regierungschefs im Rahmen des G-20 Gipfels in 2009, den OTC-Derivatehandel transparenter und sicherer machen zu wollen. Die USA und Europa führten hierzu ein zentrales Clearing für standardisierte Kontrakte, höhere Kapitalanforderungen für nicht-standardisierte Kontrakte und ein Transaktionsregister ein (vgl. BaFin, 2019, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Derivate/EMIR/emir\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Derivate/EMIR/emir_node.html) [abgefragt am: 18.06.2020]). Seit Einführung der regulatorischen Maßnahmen nach 2013 ist ein Rückgang des gehandelten Bestands der außerbörslich gehandelten Derivate von USD 710,3 Bio. auf USD 492,7 Bio. (USD -217,6 Bio.) in 2015 aufgezeichnet worden (vgl. bpb, 2017b, <https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52602/finanzderivate> [abgefragt am: 18.06.2020]).

### 5.3.3 Mögliche Höhe der Steuereinnahmen

Der Österreichische Finanzminister a.D. Schelling sagte während eines Interviews (Schneeweiss und Buergin, 2014, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-09-13/austria-won-t-accept-fig-leaf-financial-transaction-tax> [abgefragt am: 18.06.2020]): „Ich werde nicht Teil einer Steuer sein, ... , um böse Spekulanten zu kontern. Wenn die Kosten ... höher als deren Einnahmen sind, dann macht die Steuer keinen Sinn.“<sup>43</sup>

Schelling ergänzte in einem Interview in 2015, dass die Einführung der EU FTS unter der Prämisse unterstützt werde, dass aus der Steuer mindestens Einnahmen i.H.v. EUR 250 Mio. p.a. für Österreich generiert werden würde (vgl. ORF, 2015, <http://orf.at/stories/2298328/> [abgefragt am: 10.07.2020]).

---

<sup>43</sup> Übersetzung des Zitats durch den Autor. Im Original: „I won't be part of a fig-leaf tax announced for political reasons to counter evil speculators," Schelling said in an interview in Milan. „If the overhead for banks, companies and stock buyers is bigger than the outcome," the tax „doesn't make sense," he said.

Stephan Schulmeister hat für das Österreichische Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO) in 2009 die Auswirkungen der Einführung einer Finanztransaktionssteuer untersucht. In einem „Working Paper“ wurden die Ergebnisse zum Einnahmepotential einer FTS mit unterschiedlichen Steuersätzen und einem niedrigen, mittleren und hohen Rückgang des Handelsvolumens untersucht (vgl. Schulmeister, 2009, S. 13ff). Dabei hängt das Maß, in welchem das Handelsvolumen zurückgeht, vom Steuersatz, den Transaktionskosten und Hebeln ab (vgl. ebenda, S. 15). Die Hintergründe zum methodischen Vorgehen, der Herkunft der empirischen Informationen und den Berechnungen sind in dem Working Paper nicht zur Verfügung gestellt worden. Es stehen ausschließlich die Ergebnisse zur Verfügung, wonach die Einführung einer Finanztransaktionssteuer weltweit folgendes Einnahmepotenzial hätte:

Tabelle 1: Steuereinnahmen weltweit – Geschätzte Einnahmen aus einer Finanztransaktionssteuer in der Weltwirtschaft (Quelle: Schulmeister, 2009, S. 14).

|                               |                                   | Welt                     |        |        |
|-------------------------------|-----------------------------------|--------------------------|--------|--------|
|                               |                                   | Steuersatz               |        |        |
|                               |                                   | 0,10 %                   | 0,05 % | 0,01 % |
| Reduktion des Handelsvolumens | Einnahmen in % des nominellen BIP |                          |        |        |
|                               |                                   | Nicht-Derivate insgesamt |        |        |
| niedrig                       | 0,222                             | 0,114                    | 0,023  |        |
| mittel                        | 0,211                             | 0,111                    | 0,023  |        |
| hoch                          | 0,200                             | 0,108                    | 0,022  |        |
|                               | Derivate insgesamt                |                          |        |        |
| niedrig                       | 2,189                             | 1,451                    | 0,574  |        |
| mittel                        | 1,477                             | 1,094                    | 0,504  |        |
| hoch                          | 0,765                             | 0,575                    | 0,433  |        |
|                               | Alle Transaktionen                |                          |        |        |
| niedrig                       | 2,411                             | 1,565                    | 0,597  |        |
| mittel                        | 1,688                             | 1,205                    | 0,527  |        |
| hoch                          | 0,965                             | 0,683                    | 0,455  |        |

Die Einführung einer Finanztransaktionssteuer hätte europaweit folgendes Einnahmepotenzial:

Tabelle 2: Steuereinnahmen auf dem EU Binnenmarkt – Geschätzte Einnahmen aus einer Finanztransaktionssteuer in der Europäischen Union (Quelle: Schulmeister, 2009, S. 14).

|                               | Europäische Union                 |        |        |
|-------------------------------|-----------------------------------|--------|--------|
|                               | Steuersatz                        |        |        |
|                               | 0,10 %                            | 0,05 % | 0,01 % |
| Reduktion des Handelsvolumens | Einnahmen in % des nominellen BIP |        |        |
|                               | Nicht-Derivate insgesamt          |        |        |
| niedrig                       | 0,240                             | 0,123  | 0,025  |
| mittel                        | 0,229                             | 0,120  | 0,025  |
| hoch                          | 0,217                             | 0,116  | 0,024  |
|                               | Derivate insgesamt                |        |        |
| niedrig                       | 3,020                             | 2,006  | 0,798  |
| mittel                        | 2,028                             | 1,51   | 0,699  |
| hoch                          | 1,035                             | 0,777  | 0,599  |
|                               | Alle Transaktionen                |        |        |
| niedrig                       | 3,260                             | 2,129  | 0,823  |
| mittel                        | 2,257                             | 1,63   | 0,724  |
| hoch                          | 1,252                             | 0,893  | 0,623  |

Auf Basis der korrelierenden BIPs aus 2008 und unter Berücksichtigung der Besteuerungszinssätze für Finanztransaktionen aus dem Richtlinienvorschlag (vgl. Kommission, 2013a, Art. 9 Abs. 2) für Nicht-Derivate (0,1 %) und für Derivate (0,01 %) können die Einnahmen aus der EU FTS auf Basis der Ergebnisse aus Schulmeisters Working Paper errechnet werden. Hiernach würde die EU FTS folgende Einnahmen für die steuereinführenden Mitgliedstaaten generieren:

Tabelle 3: Steuereinnahmen weltweit – alternative Berechnung (Quelle: Eigene Darstellung und eigene Berechnung der Einnahmen durch die EU FTS auf den weltweiten Finanzmärkten auf Basis der Arbeit von Schulmeister, 2009, S. 14 sowie des korrelierenden BIPs gemäß Statista, 2020,

<https://de.statista.com/statistik/daten/studie/159798/umfrage/entwicklung-des-bip-bruttoinlandsprodukt-weltweit/> [abgefragt am: 19.06.2020]).

|                               |  | Welt                        |                  |            |
|-------------------------------|--|-----------------------------|------------------|------------|
| Reduktion des Handelsvolumens |  | Einnahmen in Mrd. EUR p.a.* |                  |            |
|                               |  | Insgesamt                   | Nicht-Derivative | Derivative |
| niedrig                       |  | 434,1                       | 121,1            | 313,0      |
| mittel                        |  | 389,9                       | 115,0            | 274,9      |
| hoch                          |  | 345,2                       | 109,1            | 236,1      |

\*Enthält Rundungsdifferenzen

Tabelle 4: Steuereinnahmen auf dem EU Binnenmarkt – alternative Berechnung (Quelle: Eigene Darstellung und eigene Berechnung der Einnahmen durch die EU FTS auf den weltweiten Finanzmärkten auf Basis der Arbeit von Schulmeister, 2009, S. 14 sowie des korrelierenden BIPs gemäß Eurostat, 2020, <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00001&language=de> [abgefragt am 19.06.2020]).

|                               |  | EU Raum                     |                  |            |
|-------------------------------|--|-----------------------------|------------------|------------|
| Reduktion des Handelsvolumens |  | Einnahmen in Mrd. EUR p.a.* |                  |            |
|                               |  | Insgesamt                   | Nicht-Derivative | Derivative |
| niedrig                       |  | 135,8                       | 31,4             | 104,4      |
| mittel                        |  | 121,4                       | 29,9             | 91,5       |
| hoch                          |  | 106,8                       | 28,4             | 78,4       |

\*Enthält Rundungsdifferenzen

Avinash Persaud untersucht etwaige ökonomische Auswirkungen der EU FTS bei Einführung und verwendet empirische Daten aus eigener Forschung und eine Analyse der EU Kommission aus 2011. Persaud schließt spürbare negative Effekte aus der Einführung der EU FTS auf das BIP der EU mit max. etwa -0,1 % aus (vgl. Persaud, 2012, S. 11). Unter der Einführung der EU FTS mit einem Besteuerungszinssatz von 0,1 % wird der Nachfragerückgang von Finanzprodukten je nach Markt mit zwischen 5 % und 15 % berücksichtigt (vgl. ebenda, S. 7). Persaud schätzt unter diesen Prämissen, dass die Einnahmen im Hoheitsgebiet der G-20

Staaten etwa EUR 173<sup>44</sup> Mrd. p.a. betragen könnten (vgl. ebenda, S. 3) und im EU Binnenraum etwa EUR 53<sup>45</sup> Mrd. p.a. (vgl. ebenda, S. 15).

Damit weichen die Einnahmeprognosen p.a. aus der EU FTS bei Schulmeister und Persaud deutlich voneinander ab. Auf Basis eigener Berechnungen (vgl. Tabelle 3 und 4) kann selbst bei starken Effekten im Sinne von Handelsrückgang und Steuervermeidungsmaßnahmen innerhalb des EU Binnenraumes mit Einnahmen von etwa EUR 106,8 Mrd. p.a. gerechnet werden. Die Erwartung aus Persauds Arbeit mit Einnahmen von rund EUR 53 Mrd. p.a. ist dagegen konservativ geschätzt.

Die EU Kommission (vgl. 2013b) hat mit dem „Impact Assessment“ eine begleitende Untersuchung zum aktuellen Richtlinienentwurf zur Einführung der EU FTS veröffentlicht. Im Impact Assessment werden etwaige Auswirkungen auf die Wirtschaft im EU Raum aufgrund der Einführung der EU FTS unter den beabsichtigten (Mindest-)Besteuerungszinssätzen analysiert (vgl. Kommission, 2013a, Art. 9 Abs. 2; vgl. Kommission, 2013b, S. 21). Die Kommission gelangt zu dem Ergebnis, dass die EU FTS innerhalb des Binnenraumes der Europäischen Union Einnahmen von etwa EUR 57,1 Mrd. p.a. generieren könnte (vgl. Kommission, 2013b, S. 24). Etwa EUR 19,4 Mrd. p.a. der Einnahmen würden aus der Besteuerung von Transaktionen von Nicht-Derivaten und etwa EUR 37,7 Mrd. p.a. aus der Besteuerung von Derivaten resultieren (vgl. ebenda). Sofern die Steuereinnahmen ausschließlich aus der Besteuerung von Transaktionen im Hoheitsgebiet der elf steuereinführenden Mitgliedstaaten generiert werden würden, werden die Einnahmen auf EUR 34,0 Mrd. p.a. (EUR 13,0 Mrd. p.a. Nicht-Derivate und EUR 21,0 Mrd. p.a. Derivate) geschätzt (vgl. ebenda).

Eine Prognose darüber, wie hoch die Einnahmen für jeden der elf steuereinführenden Staaten individuell sein könnten, ist nicht in den Arbeiten von Schulmeister (vgl. 2009) oder Persaud (vgl. 2012) abgegeben worden. Die Kommission (vgl. 2013b, S. 23ff) schlägt vor, die Prognose zu den individuellen Einnahmen in Relation zur Wirtschaftskraft der elf steuereinführenden Mitgliedstaaten aufzustellen.

---

<sup>44</sup> GBP 160 Mrd.; Umrechnungskurs GBP 1 = EUR 1,1576. Stand des Umrechnungskurses vom 13. Mai 2019.

<sup>45</sup> GBP 48 Mrd.; Umrechnungskurs GBP 1 = EUR 1,1576. Stand des Umrechnungskurses vom 13. Mai 2019.



Hierfür ist das reale BIP von 2018 der elf steuereinführenden Mitgliedstaaten (vgl. Eurostat, 2020, <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00001&language=de> [abgefragt am 19.06.2020]) in Relation zueinander gesetzt worden und die folgenden Verteilungsschlüssel abgeleitet worden:

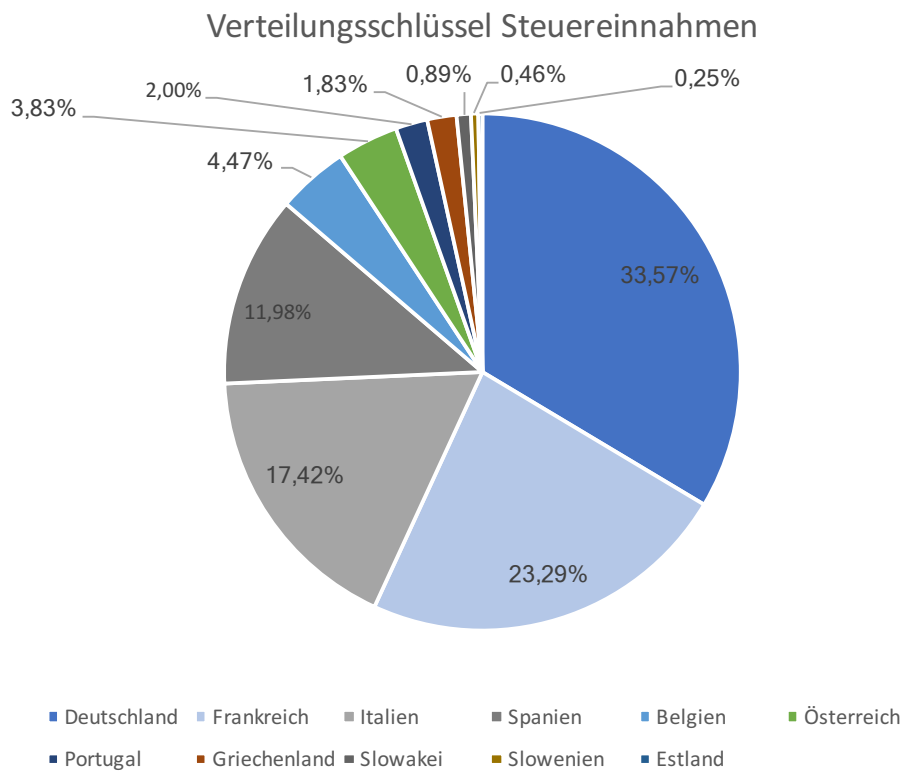


Abbildung 5: Vorschlag eines Verteilungsschlüssels für Steuereinnahmen – Ermittelte Verteilungsschlüssel auf Basis der nominellen BIPs der EU FTS einführenden Mitgliedstaaten 2018 (Quelle: Eigene Darstellung und eigene Ableitung unter Verwendung von BIP-Informationen von Eurostat, 2020, <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00001&language=de> [abgefragt am 19.06.2020]).

Die Anwendung dieser abgeleiteten Verteilungsschlüssel ist auf sämtliche Prognosen zu den Einnahmen der EU FTS möglich, folglich die von Schulmeister (vgl. 2009, S. 14), Persaud (vgl. 2012, S. 11), die eigene (vgl. Tabelle 3 und 4) oder der Kommission (vgl. 2013b, S. 24). An dieser Stelle erfolgt die Anwendung der Verteilungsschlüssel auf die Prognose aus der Impact Study der EU Kommission, weil diese die konservativste Prognose zu den möglichen Einnahmen enthält.

Die Kommission schätzt im Impact Assessment die Höhe der Steuereinnahmen auf EUR 57 Mrd. p.a. im gesamten Binnenraum („EU 27“) bzw. EUR 34,0 Mrd. p.a. im Hoheitsgebiet der elf steuereinführenden Staaten („EU 11“) (vgl. Kommission, 2013b, S. 24). Auf Basis der Verteilungsschlüssel und der Prognose sind die folgenden Steuereinnahmen in absoluten Werten errechnet worden:

Tabelle 5: Steuereinnahmen der Mitgliedstaaten im EU Raum (Quelle: Eigene Darstellung und eigene Berechnung auf Basis von Informationen aus der Kommission, 2013b, S. 24 und Eurostat, 2020, <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00001&language=de> [abgefragt am 19.06.2020]).

| steuererhebender<br>EU Staat | EU Raum                           |   |
|------------------------------|-----------------------------------|---|
|                              | Einnahmen in Mrd. EUR p.a. *      |   |
|                              | Gesamter<br>Binnenraum<br>(EU 27) | Raum der<br>steuereinführenden<br>Staaten (EU 11) |
| Deutschland                  | 19,2                              | 11,4  |
| Frankreich                   | 13,3                              | 7,9   |
| Italien                      | 10,0                              | 5,9   |
| Spanien                      | 6,8                               | 4,1   |
| Belgien                      | 2,6                               | 1,5   |
| Österreich                   | 2,2                               | 1,3   |
| Portugal                     | 1,1                               | 0,7   |
| Griechenland                 | 1,0                               | 0,6   |
| Slowakei                     | 0,5                               | 0,3   |
| Slowenien                    | 0,3                               | 0,2   |
| Estland                      | 0,1                               | 0,09  |

\*Enthält Rundungsdifferenzen

Unter Anwendung der Verteilungsschlüssel würde Deutschland die höchsten Steuereinnahmen mit EUR 19,2 Mrd. p.a. bzw. EUR 11,4 Mrd. p.a. haben. Estland würde mit EUR 0,1 Mrd. p.a. bzw. EUR 0,09 Mrd. p.a. die geringsten Einnahmen haben (vgl. Tabelle 5).

Österreich würde Einnahmen von EUR 2,2 Mrd. p.a. bzw. EUR 1,3 Mrd. p.a. aus der EU FTS generieren. Damit wäre die zu Beginn dieses Abschnitts vorgestellte Forderung des

Finanzministers a.D. Schelling zur Unterstützung der Einführung der EU FTS erfüllt (vgl. ORF, 2015, <http://orf.at/stories/2298328/> [abgefragt am: 10.07.2020]).

An dieser Stelle wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Prognosen zur Höhe der Einnahmen aus der EU FTS vorgestellt wurden und die tatsächlichen Einnahmen erst mit Einführung der EU FTS und der Aufzeichnung erster Daten zur Verfügung stehen werden. Unter Berücksichtigung des Anwendungsrahmens der EU FTS und auf Basis der Prognosen zu den Einnahmen aus der EU FTS kann die Annahme vertreten werden, dass die ökonomischen Interessen der elf steuereinführenden Mitgliedstaaten, angemessene Beiträge zu Kosten der Finanzkrise zu generieren (vgl. Kommission, 2013a, S. 2), realisierbar sind.

## 6 Regulatorische Ziele der EU FTS

---

### 6.1 Einleitung

Keynes hielt in der Schlussbemerkung seines Werkes „The General Theory of Employment, Interest and Money“ (1936, S. 351) fest: „... die Ideen von Ökonomen und politischen Philosophen, sowohl wenn sie richtig und wenn sie falsch sind, sind viel stärker als es im Allgemeinen verstanden wird. Tatsächlich ist es so, dass die Welt von wenig mehr beherrscht wird.“<sup>46</sup>

Im historischen Rückblick können einige Ökonomen und politische Philosophen gefunden werden, die versucht haben, mit ihren Ideen Einfluss auf die Entwicklung der Wirtschaft zu nehmen. Hierzu können bspw. neben dem zuvor zitierten Keynes auch Adam Smith, Karl Marx oder James Tobin genannt werden, die ihre Ideen auf Basis von gemachten Beobachtungen und Erfahrungen entwickelten. Wenn diese Ideen mit einem Plan unterlegt sind, wie diese mittels Maßnahmen umgesetzt werden können, und erfordert die Umsetzung des Plans das hoheitliche Eingreifen eines Staates in die Wirtschaft, dann nennt der Ökonom Schulmeister die Idee, einschließlich des Umsetzungsplans, eine Navigationskarte (vgl. 2014, S. 10f).

In diesen Navigationskarten wurden Interessen aus gesellschaftlichen Klassen, kausale Konflikte sowie gesellschaftliche Interaktionen berücksichtigt. Diese „politische Ökonomie“ ist als eine nicht wertfreie Form der Wirtschaftswissenschaften ausgestaltet worden. Ziel war es, das wirtschaftliche Gewinnstreben auf die Realwirtschaft zu lenken, indem insbesondere die Finanzmärkte – als der Gegenpart zu den Realmärkten – einer strengen Regulierung unterliegen sollten (vgl. Keynes, 1936, S. 138ff; vgl. Schulmeister, 2014, S. 10ff).

Die gegenteilige Bewegung zu dieser Form der regulierenden „politischen Ökonomie“ ist in der neoklassischen Theorie zu finden. In der neoklassischen Theorie gelten bestimmte ökonomische Regeln als unumstößlich. So handeln die Akteure stets als rationale und ihren Nutzen optimierende Individuen. Es sind keine Klassen, kausale Konflikte oder

---

<sup>46</sup> Übersetzung des Zitats durch den Autor. Im Original: „... the ideas of economists and political philosophers, both when they are right and when they are wrong, are more powerful than is commonly understood. Indeed the world is ruled by little else.“

gesellschaftliche Interaktionen von Relevanz. Hieraus resultiert eine deduktive-abstrakte Methodik: Annahmen können gesetzt werden und die Ergebnisse auf Basis der ökonomischen Regeln abgeleitet werden (vgl. Schulmeister, 2014, S. 10f). Milton Friedman argumentierte so zum Beispiel, dass Märkte zu liberalisieren sind und jede Form der Regulatorik zu Problemen oder gar zum Versagen der Märkte führt (vgl. Friedman, 1970b, S. 3f; vgl. Friedman, 1993, S. 3ff).

Positionen aus der neoklassischen Theorie sind historisch betrachtet dann ins Schwanken geraten, wenn Krisen die Wirtschaft erschüttert haben (vgl. Schulmeister, 2014, S. 1). Als die weltweite Krise von 2007 die Rettung des Finanzsektors mit Staatsgeldern der europäischen Mitgliedstaaten in Höhe von EUR 4,6 Bio. erforderlich gemacht hatte, geriet die vorherrschende Stellung der neoklassischen Theorie abermals ins Schwanken, indem öffentlich der Ruf nach einer strengen Regulierung der Finanzmärkte vernehmbar wurde (vgl. <https://www.europarl.europa.eu/news/en/headlines/economy/20120316STO41072/economics-committee-to-vote-on-financial-transaction-tax-on-wednesday> [abgefragt am: 03.06.2020]).

Daraufhin wurde im Rahmen des G-20 Gipfels in 2009 die Einführung einer Finanztransaktionssteuer zur Regulierung der Finanzmärkte vorgeschlagen (vgl. Sester, 2012, S. 530). Als sich abzeichnete, dass der Vorschlag keine Zustimmung erhalten würde, wurde die Einführung einer Finanztransaktionssteuer auf EU Ebene angestrengt. Elf von 27 Mitgliedstaaten befürworteten die Einführung und strengen seitdem die Einführung unter Nutzung des Rechtsinstruments der Verstärkten Zusammenarbeit an (vgl. Kommission, 2013a, S. 2ff), um: (1) eine Harmonisierung der Rechtsvorschriften für die indirekte Besteuerung von Finanztransaktionen zu erwirken, (2) zu gewährleisten, dass Finanzinstitute einen angemessenen und substanziellen Beitrag zu den Kosten der Finanzkrise leisten und (3) zur Schaffung „geeigneter Hemmnisse für Transaktionen, die der Effizienz der Finanzmärkte nicht förderlich sind, womit regulatorische Maßnahmen zur Vermeidung künftiger Krisen ergänzt werden sollen“ (ebenda, S. 2).

Mit dem ersten Ziel, der Harmonisierung der Rechtsvorschriften, wird ein übergeordnetes regulatorisches Ziel verfolgt: harmonisierte und damit einheitliche Rechtsvorschriften

schaffen gleiche Ausgangsbedingungen aufgrund gleichwertiger Regelungen. So können die Mitgliedstaaten gemeinsame regulatorische Ziele auf Basis größtmöglicher Mitigation etwaiger unerwünschter Effekte erreichen. Solche Effekte können bspw. das Ausbrechen eines regulatorischen Wettbewerbs sein, bei denen Staaten bewusst weichere Regelungen einführen, um die eigenen Märkte für Akteure attraktiver zu machen (vgl. Pesendorfer, 2013, S. 622f) oder das Aufkommen einer etwaigen Doppelsteuerung aufgrund unharmonischer Besteuerungsregelungen (vgl. Frey und Bruhn, 2012, S. 1263f). Insofern gilt es in diesem konkreten Fall der EU FTS zu klären, ob eine Harmonisierung erreicht werden kann, wenn nur elf von 27 Mitgliedstaaten die Einführung der Steuer durch die Verstärkte Zusammenarbeit einzuführen beabsichtigen.

Das zweite Ziel, dass Finanzinstitute einen angemessenen und substanziellen Beitrag zu den Kosten der Krise leisten sollen, könnte zunächst von einem ökonomischen Interesse zeugen. Der regulatorische Gedanke hinter dem Ziel könnte allerdings sein, dass die Kosten der Krise von den Verursachern getragen werden sollten. In diesem Fall sollten ausschließlich bestimmte Akteure von der Regulierungsmaßnahme erfasst werden.

Das dritte Ziel, die Schaffung von Hemmnissen für Transaktionen, ist der regulatorische Ursprungsgedanke und -grund für die Einführung einer Finanztransaktionssteuer (vgl. Keynes, 1936, S. 138ff). Mit der Besteuerung wird der erzielbare Gewinn geschmälert und der Regulator kann unerwünschte Transaktionen unprofitabel machen, weshalb bestimmte Akteure, wie etwa Spekulanten, von der Durchführung absehen. Die Besteuerung wäre folglich ein Hemmnis und die Anzahl und das Volumen der besteuerten Transaktionen würde erwartungsgemäß in der Menge rückläufig sein.

Im Nachfolgenden werden diese drei Ziele und etwaige regulatorische Motive mit Blick auf die geplante Ausgestaltung der EU FTS analysiert.

## **6.2 Harmonisierung der Rechtsvorschriften**

Die Harmonisierung der Rechtsvorschriften zielt darauf ab, die nationalen Regelungen zur Besteuerung von Finanztransaktionen von Mitgliedstaaten zu vereinheitlichen.

Aktuell sind in neun der 27 Mitgliedstaaten der EU nationale Regelungen zur Besteuerung von Finanztransaktion in Kraft, die im Folgenden vereinfacht vorgestellt werden (vgl. Bundestag, 2009, S. 5ff; vgl. Schratzenstaller, 2017, S. 4):

- In Belgien wird 0,17 % Börsenumsatzsteuer beim Kauf und Verkauf belgischer oder ausländischer börsennotierter Aktien, Anleihen oder anderer Wertpapiere in belgischem Territorium erhoben.
- In Finnland wird 1,6 % Kapitalverkehrssteuer bei außerbörslichem Kauf und Verkauf von Aktien, Anleihen oder anderen Wertpapieren erhoben. An der Börse gehandelte Wertpapiere unterliegen keiner Besteuerung.
- In Frankreich wird 0,2 % Finanztransaktionssteuer beim Kauf von Wertpapieren von Unternehmen erhoben, die ihren Hauptsitz in Frankreich haben und eine Marktkapitalisierung von mehr als EUR 1.000 Mio. aufweisen. Erfasst werden sämtliche Transaktionen mit solchen Wertpapieren, auch solche, die außerhalb des französischen Hoheitsgebiets liegen. 0,01 % werden auf bestimmte Transaktionen beim Hochfrequenzhandel und bestimmte Derivate (Credit Default Swaps) erhoben.
- In Griechenland wird 0,2 % Börsenumsatzsteuer beim Kauf und Verkauf griechischer sowie nicht-griechischer börsennotierter und außerbörslich gehandelten Aktien in griechischem Territorium erhoben.
- In Irland wird 1 % Stempelsteuer beim Kauf und Verkauf von Aktien oder börsenfähigen Wertpapieren von im irischen Handelsregister eingetragenen Kapitalgesellschaften erhoben.
- In Italien wird 0,1 % Finanztransaktionssteuer beim Kauf von Aktien von italienischen Unternehmen am regulierten Markt erhoben, die eine Marktkapitalisierung von mind. EUR 500 Mio. aufweisen. 0,2 % werden beim Kauf an allen anderen Handelsplätzen erhoben. Erfasst werden sämtliche Transaktionen, auch solche, die außerhalb des italienischen Hoheitsgebiets liegen.
- In Malta wird 2 % Stempelsteuer beim Kauf und Verkauf börsenfähiger Wertpapiere erhoben. 5 % wird beim Kauf und Verkauf von Wertpapieren, deren Aktiva zu mehr als 75 % aus unbeweglichen Vermögen besteht, erhoben.
- In Polen wird 1 % Steuer auf den Kauf und Verkauf von Aktien, Anleihen und anderen Wertpapieren erhoben, sofern die übertragenen Vermögensgegenstände sich in Polen befinden oder die Transaktion in Polen ausgeübt worden ist.

- In Zypern wird 0,6 % Börsenumsatzsteuer beim Kauf und Verkauf von Aktien, Anleihen und anderen Wertpapieren durch Privatpersonen erhoben. 1 % wird bei nicht privaten Personen (Gesellschaften) erhoben und zusätzlich 0,05 % auf Erwerbsgeschäfte zugunsten der Börse.

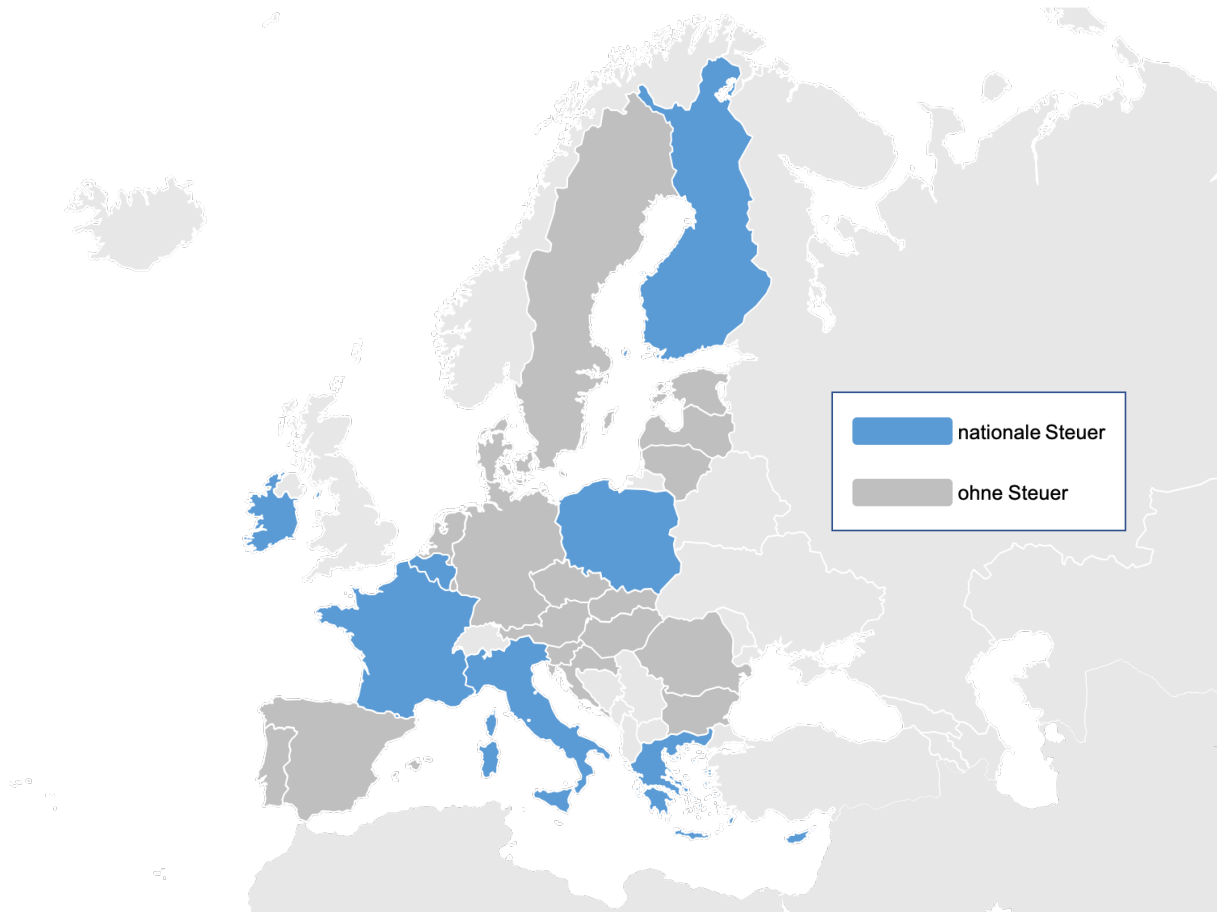


Abbildung 6: EU Mitgliedstaaten mit und ohne nationale Finanzsteuern (Quelle: Eigene Darstellung).

Vor der Einführung der EU FTS existieren somit zwei Gruppen von Mitgliedstaaten in der EU: (1) eine Gruppe von neun Mitgliedstaaten, die auf Basis von nationalen Rechtsvorschriften Steuern auf bestimmte Finanzgeschäfte bzw. -transaktionen erheben und (2) eine Gruppe von 18 Mitgliedstaaten, die keine Rechtsvorschriften zur Erhebung von Steuern auf Finanzgeschäfte bzw. -transaktionen erlassen haben.



Von diesen neun Mitgliedstaaten der EU, die nationale Rechtsvorschriften zur Besteuerung erlassen haben, unterstützen vier<sup>47</sup> die Einführung der EU FTS unter Nutzung der Verstärkten Zusammenarbeit (vgl. Kommission, 2013, S. 3).

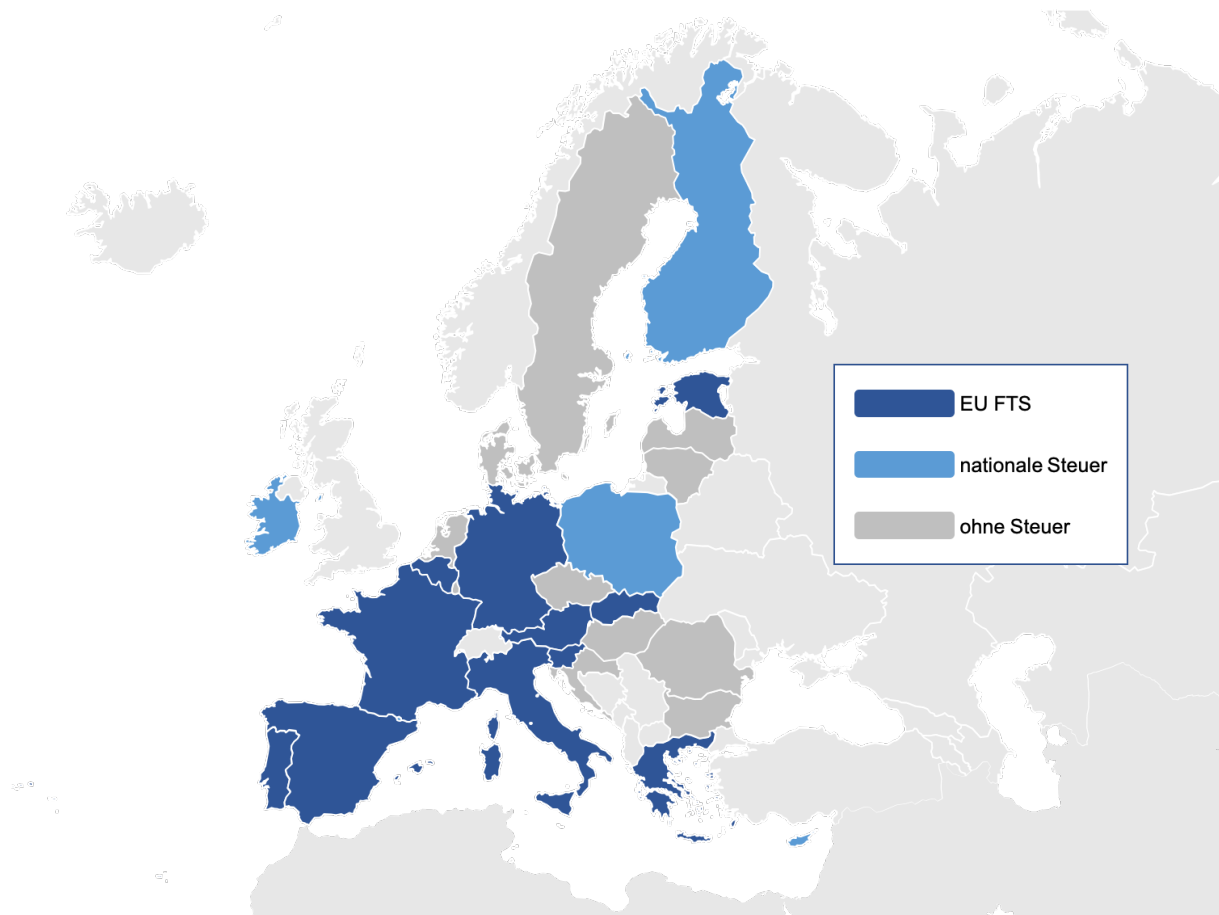


Abbildung 7: Ausblick auf die Finanzsteuersituation innerhalb des EU Raumes nach Einführung der EU FTS (Quelle: Eigene Darstellung).

Aus der Einführung der EU FTS unter Nutzung der Verstärkten Zusammenarbeit würde resultieren, dass es nunmehr drei Gruppen im Hinblick auf Besteuerungsregelungen in der EU gäbe: (1) eine Gruppe von elf Mitgliedstaaten, die mit der EU FTS einheitliche Regelungen zur Besteuerung von Finanztransaktionen einführen würden; (2) eine Gruppe von fünf Mitgliedstaaten, die auf Basis von nationalen Rechtsvorschriften Steuern auf bestimmte Finanzgeschäfte bzw. -transaktionen erheben; (3) eine Gruppe von elf Mitgliedstaaten, die keine Rechtsvorschriften zur Erhebung von Steuern auf Finanzgeschäfte bzw. -transaktionen erlassen hätten.

---

<sup>47</sup> Dies sind Belgien, Frankreich, Griechenland und Italien.

Es könnte deshalb geschlussfolgert werden, dass die Einführung der EU FTS im Gegenteil einer Harmonisierung resultieren würde: Wo vorher zwei Gruppen existierten (vgl. Abbildung 7), existieren nunmehr drei Gruppen (vgl. Abbildung 8). Diese quantitativ gelagerte Schlussfolgerung sollte vermieden werden, da auch auf die Steuerregelungen auf inhaltlicher und damit qualitativer Ebene geschaut werden sollte: Die Regelungen zur Erhebung der EU FTS sind in ihrer Wirkung weitreichend und Transaktionen – auch in Hoheitsgebieten außerhalb der EU FTS einführenden Staaten – werden besteuert werden (vgl. Abschnitt 4 und 7). Deshalb werden sowohl die EU Mitgliedstaaten mit nationalen Steuerregelungen als auch die Mitgliedstaaten ohne Steuerregelungen in ihren Hoheitsgebieten betroffen sein.

Für die Gruppe der fünf EU Mitgliedstaaten, die nationalen Rechtsvorschriften zur Besteuerung von Finanzprodukten bzw. -transaktionen erlassen hat, resultiert aus der Einführung der EU FTS, dass es zu einer Doppelbesteuerung von Finanztransaktionen kommen könnte (vgl. Frey und Bruhn, 2012, S. 1263f; vgl. Vogel, 2012, S. 17f; vgl. Siegle-Hartwig, 2013, S. 444; vgl. Liepe et al., 2013, S. 1346ff). Zur Verhinderung einer doppelten Besteuerung des gleichen Sachverhalts schließen betroffene Staaten in der Praxis mitunter sog. Doppelbesteuerungsabkommen ab. Ohne Berücksichtigung von rechtlichen Herausforderungen<sup>48</sup> könnte es die Absicht der EU FTS einführenden Mitgliedstaaten sein, die Mitgliedstaaten mit nationalen FTS aufgrund einer Doppelbesteuerung dazu zu bewegen, die eigene Haltung zu überdenken, um letztlich Nachteile im regulatorischen Wettbewerb zu verhindern. In diesem Szenario könnten die Mitgliedstaaten mit nationalen FTS tatsächlich geneigt sein, die nationalen FTS zugunsten der EU FTS zu ersetzen.

In den Hoheitsgebieten der elf Mitgliedstaaten, die derzeit keine Steuern erheben, werden die EU FTS erhebenden Mitgliedstaaten bei Einschlägigkeit der Besteuerungsregelungen die EU FTS erheben können. Da die erhobenen Steuern, auch wenn sie aus dem Gebiet der elf Mitgliedstaaten stammen, die derzeit keine Steuer erheben, ausschließlich den EU FTS einführenden Mitgliedstaaten zufallen (vgl. Abschnitt 4.1), kann für die elf Mitgliedstaaten folglich kein Vorteil im regulatorischen Wettbewerb gegenüber den EU FTS einführenden Mitgliedstaaten resultieren. Deshalb besteht kein Anreiz für diese elf EU Mitgliedstaaten, die

---

<sup>48</sup> Für weitergehende Details in der Problematik wird auf Abschnitt 7.1.3.3 verwiesen.

EU FTS nicht einzuführen. Im Gegenteil: mögliche Steuereinnahmen aus der EU FTS sollten das Überdenken der eigenen Haltung und die Einführung der EU FTS begünstigen.

Mit Einführung der EU FTS besteht folglich das Potenzial, einen Harmonisierungsprozess einzuleiten. Der Weg zur vollständigen Harmonisierung der Rechtsvorschriften innerhalb der 27 EU Mitgliedstaaten ist durch die Möglichkeit der jederzeitigen Einführung durch die nicht EU FTS einführenden Mitgliedstaaten eröffnet (vgl. Abschnitt 3). Anreize für die Einführung der EU FTS liegen vor. Eine unmittelbare Harmonisierung der Rechtsvorschriften wird im Hinblick auf die aktuelle Situation wohl unerreichbar sein, könnte perspektivisch mittelbar erreichbar sein.

### **6.3 Beitragsleistungen zu den Kosten der Krise durch die Finanzinstitute**

Im Richtlinienentwurf zur Einführung der EU FTS informiert die Kommission (2013a, S. 3) zum zweiten Ziel, das mit der EU FTS verfolgt wird, dass „die Finanzinstitute einen angemessenen und substanziellen Beitrag zu den Kosten der jüngsten Krise leisten und dass in steuerlicher Hinsicht die gleichen Ausgangsbedingungen geschaffen werden wie sie für andere Wirtschaftszweige bestehen.“

Hieraus können zwei Unterziele abgeleitet werden: (1) Finanzinstitute sollen angemessene und substanzielle Beiträge zu den Kosten der Krise leisten und (2) dass für den Finanzsektor eine vergleichbare Steuer eingeführt wird, wie sie für andere Wirtschaftszweige mit einer Umsatzsteuer bereits gelten.

#### **6.3.1 Beitragsleistungen durch Finanzinstitute**

Das erste Unterziel, dass Finanzinstitute einen „angemessenen und substanziellen Beitrag zu den Kosten der letzten Krise leisten“ (Kommission, 2013, S. 3) hat ein ökonomisches und regulatorisches Element. Das ökonomische Element, ob die Beitragsleistungen „angemessen und substanziell“ sein werden, stellt auf die Höhe der voraussichtlichen Steuereinnahmen aus der EU FTS ab. Diesbezüglich wird auf die Thematisierung in Abschnitt 5.3.4 hingewiesen.

Das regulatorische Element des ersten Unterziels ist die Verpflichtung der Finanzinstitute als Steuerzahler. Den Zweck, wofür die Einnahmen aus der Steuer genutzt werden sollen, hat der Regulator hinreichend konkret formuliert, obgleich die Formulierung des Ziels eher als eine klarstellende Höflichkeit des Regulators ohne rechtliche Bindungswirkung betrachtet werden sollte, da Steuern „... Geldleistungen, die nicht eine Gegenleistung für eine besondere Leistung darstellen [sind]“ (§ 3 Abs. 1 AO).<sup>49</sup>

Damit die Finanzinstitute den „substanziellen und angemessenen“ Beitrag durch Steuerzahlungen leisten werden, hat der Europäische Gesetzgeber im Rahmen seiner legislativen Kompetenz die Finanzinstitute hinreichend konkret zu definieren und von den Besteuerungsrahmen hinreichend breit auszugestalten.

Als Finanzinstitute gelten Wertpapierfirmen, ein Kreditinstitut, ein geregelter Markt, Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen, ein Pensionsfonds oder auch eine Einrichtung der betrieblichen Altersversorgung (vgl. Kommission, 2013a, Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit. a), b), c), d) und f)). Ergänzend ist eine Auffangdefinition erlassen worden, wonach „andere[n] Unternehmen, Institute, Einrichtungen oder Personen, die eine oder mehrere der folgenden Tätigkeiten ausüben, sofern der jährliche Durchschnittswert ihrer finanziellen Transaktionen über fünfzig Prozent ihres durchschnittlichen Netto-Jahresumsatzes ausmacht“ als Finanzinstitute gelten (ebenda, Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit. j)).

Der Beitrag der Finanzinstitute resultiert hingegen aus den Transaktionen, die das Finanzinstitut zu eigenen Zwecken (als Käufer oder Verkäufer) durchführt und woraus die eigene Steuerpflicht begründet wird.<sup>50</sup> Da es insb. die Finanzinstitute waren, die Geschäfte zu eigenen Zwecken tätigten und von denen bestimmte dieser Geschäfte als mitursächlich für das Aufkommen der Krise identifiziert wurden (vgl. Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 8ff), werden Finanzinstitute ihren Beitrag zu den Kosten der Krise beitragen. Insbesondere im Hinblick auf den professionellen Hochfrequenzhandel oder Derivatehandel von

---

<sup>49</sup> Es handelt sich bei dem zitierten Paragraphen um die Legaldefinition von Steuern als eine zu erbringende Leistung, für die es keine Gegenleistung und deshalb auch keine Zweckbindung gibt.

<sup>50</sup> Zur Ausgestaltung der EU FTS wird auf Abschnitt 4 hingewiesen.

Finanzinstituten ist anzunehmen,<sup>51</sup> dass dieser Beitrag auch „angemessen und substantiell“ ausfallen wird.

### **6.3.2 Gleiche Ausgangsbedingungen zu anderen Wirtschaftszweigen**

Die Kommission gibt im Richtlinienvorschlag keine unmittelbare Antwort darauf, was unter den gleichen Ausgangsbedingungen zu anderen Wirtschaftszweigen zu verstehen ist (vgl. 2013a, S. 2). Entsprechend gibt es in dem Richtlinienvorschlag keinen unmittelbaren Hinweis auf etwaige Bedingungen, die in anderen Wirtschaftszweigen herrschen.

Vor dem Hintergrund, dass es sich bei der EU FTS um eine Steuer handelt, ist es wahrscheinlich, dass unter der Anpassung an die gleichen Ausgangsbedingungen die Anpassung der Besteuerungssituation in der Finanzwirtschaft an die in anderen Wirtschaftszweigen von der Kommission gemeint ist. Diese Schlussfolgerung ist mit Blick auf die Besteuerungssituation naheliegend, da es im Kontrast zur Finanzwirtschaft in nahezu allen Wirtschaftszweigen üblich ist, dass Steuern beim Bezug von Dienstleistungen oder Produkten entrichtet werden müssen. Diese Steuern werden häufig als Umsatzsteuer entrichtet.

Eine Umsatzsteuer ist so ausgestaltet, dass die Höhe der zu entrichtenden Steuer prozentual vom Nettopreis für die Dienstleistung oder Produkte errechnet wird. Der Nettopreis und die zu entrichtende Steuer bilden dann den zu leistenden Bruttopreis (vgl. Söhn, 1996, S. 165). Exakt diese Form der Besteuerung ist mit Blick auf die Ausgestaltung der EU FTS bei der Besteuerung von Finanztransaktionen bzw. -geschäften anzutreffen (vgl. Abschnitt 4 und 7).

Im Hinblick darauf, dass die EU FTS unterschiedliche Steuersätze für Finanztransaktionen mit Finanzprodukten (vgl. Kommission, 2013a, Art. 9 Abs. 2) und Ausnahmen der Besteuerung (vgl. ebenda, Art. 3 Abs. 2 und Abs. 4) vorsieht, weist Parallelen zur Besteuerung von Transaktionen bzw. Produkten in anderen Wirtschaftszweigen mit einer Umsatzsteuer auf (vgl. § 12 Abs. 2 UStG; vgl. §§ 4 ff. UStG).<sup>52</sup>

---

<sup>51</sup> Finanzinstitute veröffentlichen grds. nur Pflichtangaben im Jahresabschlussberichts. Details zu eigenen Geschäften sind dort nicht zu veröffentlichen.

<sup>52</sup> Bspw. werden in Deutschland "Waren des täglichen Bedarfs" mit 7 % anstelle des allgemeinen Steuersatzes von 19 % besteuert (vgl. § 12 Abs. 2 UStG; vgl. Bundesfinanzministerium, 2019,

Insofern kann die Auffassung vertreten werden, dass mit der Einführung der EU FTS eine Angleichung der Besteuerungssituation in der Finanzwirtschaft an die Ausgangsbedingungen in anderen Wirtschaftszweigen erfolgen und das Unterziel erreicht wird.

## 6.4 Die EU FTS als Hemmnis für Transaktionen

Als drittes und letztes Ziel nennt die Kommission im Richtlinienvorschlag (2013a, S. 3) die „Schaffung geeigneter Hemmnisse für Transaktionen, die der Effizienz der Finanzmärkte nicht förderlich sind, womit regulatorische Maßnahmen zur Vermeidung künftiger Krisen ergänzt werden sollen.“ Hieraus können zwei Unterziele abgeleitet werden: (1) die EU FTS soll ein Hemmnis für Transaktionen sein, die der Effizienz der Finanzmärkte nicht förderlich sind und (2) soll als regulatorische Maßnahme zur Vermeidung künftiger Krisen beitragen.

### 6.4.1 Hemmnis für Transaktionen

Die Hypothese, dass eine Finanztransaktionssteuer ein Hemmnis für die Durchführung bzw. den Abschluss von Finanztransaktionen bzw. -geschäften darstellt, wurde von Keynes (vgl. 1936, S. 138ff) im Hinblick auf unerwünschte kurzfristige Transaktionen auf dem Aktienmarkt und von Tobin (vgl. 1978, S. 155ff) im Hinblick auf unerwünschte spekulative Geschäfte auf dem Devisenmarkt aufgestellt. Beide wollten damit eine Verringerung der Anzahl und des Handelsvolumens der unerwünschten kurzfristigen und spekulativen Geschäfte bewirken.

Während der letzten (Finanz-)Krise wurden die von Keynes und Tobin kritisierten kurzfristigen Finanztransaktionen, insbesondere auch der Hochfrequenzhandel sowie spekulative Geschäfte mit Finanzderivaten, als mitursächlich für die Auslösung der Krise und damit als nicht wünschenswerte Finanztransaktionen von Mitgliedstaaten der EU identifiziert (vgl. Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. XVII). Entsprechend schlägt die EU Kommission

---

[https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Service/Einfach\\_erklaert/2019-05-02-steuern-im-einkaufswagen-flash-infografik.html#:~:text=Steuern%20im%20Einkaufswagen,den%20erm%C3%A4%C3%9Figten%20von%207%20P,rozent](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Service/Einfach_erklaert/2019-05-02-steuern-im-einkaufswagen-flash-infografik.html#:~:text=Steuern%20im%20Einkaufswagen,den%20erm%C3%A4%C3%9Figten%20von%207%20P,rozent) [abgefragt am: 22.06.2020]). Von der Besteuerung befreit sind bspw. bestimmte Transaktionen in den Wirtschaftszweigen der Seeschifffahrt und Luftfahrt (§ 4 Abs. 2 i.V.m. § 8 UStG).

(vgl. 2013a, Art. 9 Abs. 2) vor, dass mit der EU FTS sowohl kurzfristige Finanztransaktionen und der Hochfrequenzhandel auf dem Aktienmarkt (mit 0,1 % je Partei<sup>53</sup> je Finanztransaktion) und spekulative Geschäfte mit Finanzderivaten (mit 0,01 % je Partei je Finanztransaktion) zu besteuern.

Der Leitgedanke hinter den Vorschlägen von Keynes und Tobin ist, dass eine Finanztransaktionssteuer gerade bei kurzfristigen Finanztransaktionen, bei denen oftmals eine spekulative Absicht angenommen wird, überproportional hohe Transaktionskosten verursacht (vgl. Palley, 2003, S. 11; vgl. Schulmeister, 2009, S. 4).

Insbesondere auch Sicherungsgeschäfte zur Finanzierung von (spekulativen) Geschäften, sog. Repos, werden von der FTS erfasst (vgl. Schulmeister, 2014, S. 11). Damit können besteuerte Finanzgeschäfte, die unter Nutzung von Sicherungsgeschäften aus mehreren Finanztransaktionen bestehen, für die Akteure in einem Maß verteuert werden, dass sich die Durchführung nicht länger lohnt. Folglich wird in der Theorie vermehrt von der Durchführung solcher Geschäfte abgesehen, womit die FTS aus regulatorischer Sicht ein gewolltes Hemmnis darstellt.

Finanztransaktionssteuern entsprechend den konkreten Ausgestaltungsvorschlägen von Keynes, Tobin oder der EU Kommission mit der EU FTS sind bislang nicht in die Praxis umgesetzt worden. Stattdessen haben Staaten über die Jahre unterschiedlich ausgestaltete Finanztransaktionssteuern eingeführt und teilweise wieder abgeschafft (vgl. Bundestag, 2009, <http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/16/125/1612571.pdf> [abgefragt am: 17.06.2020]). Um die Theorie, dass eine FTS ein Hemmnis für Finanztransaktionen sein kann, zu überprüfen, ist es für die Forschung daher naheliegend, auf Basis von empirischen Beobachtungen Ergebnisse über die Wirkung einer FTS im Grundsatz ableiten zu wollen.

Umlauf kommt auf Basis von Beobachtung zur abgeschafften schwedischen FTS zum Ergebnis, dass nach Einführung der FTS die Anzahl und das Transaktionsvolumen mit Nicht-Derivaten

---

<sup>53</sup> Eine Finanztransaktion besteht aus Käufer und Verkäufer. Sofern keine Besteuerungsausnahmen für eine Partei oder die Transaktion (vgl. Kommission, 2013a, Art. 3 Abs. 2 und Abs. 4) einschlägig sind, zahlt jede Partei die Steuer. In Summe somit 0,2 % bei Finanztransaktionen und 0,02 % für Transaktionen mit Finanzderivaten (vgl. Abschnitt 4.4.).

und Derivaten in absoluten Werten stark zurückgegangen ist. Gleichzeitig sind Hinweise zu Ausweichreaktionen aufgezeichnet worden. In 1986 wurden 60 % des Handelsvolumens der elf am stärksten gehandelten schwedischen Werte, die 50 % des gesamten schwedischen Handelsvolumens ausmachten, auf andere Marktplätze als den schwedischen gehandelt (vgl. 1993, S. 228f).

Haferkorn und Zimmermann haben die Auswirkungen der französischen FTS auf Basis eines Vergleichs zwischen den besteuerten Unternehmen aus dem französischen Leitindex CAC 40 zu den nicht besteuerten Unternehmen aus dem deutschen Leitindex DAX 30 gesetzt<sup>54</sup>. Im Ergebnis stellen Haferkorn und Zimmermann einen Rückgang bei der Anzahl der Transaktionen fest, nicht aber beim Handelsvolumen (vgl. 2013, S. 37f).

Im Kontrast zum Ergebnis der Studie von Haferkorn und Zimmermann stehen in großer Mehrheit Veröffentlichungen, die sowohl einen Rückgang bei der Anzahl der Transaktionen als auch des Handelsvolumens nach der Einführung der FTS in Frankreich im Ergebnis festhalten (vgl. Meyer et al., 2013, S.17f; vgl. Büttner et al., 2015 S. 34f; vgl. Schäfer, 2015, S. 10).

Forscher greifen neben der Empirie auf idealtypischer Ebene auf finanzmathematische Modelle zurück. In diesen finanzmathematischen Modellen werden in einer dynamischen Idealumgebung als Faktoren neben den gewöhnlichen auch ungewöhnliche Handelsstrategien und Verhalten von Akteuren simuliert. Dabei bestätigt die Forschung das mehrheitliche Bild aus der Empirie, dass die Einführung einer FTS in einer Verringerung der durchgeführten Finanztransaktionen und einem geringeren Handelsvolumen resultiert (vgl. Westerhoff und Dieci, 2006, S. 315; vgl. Li et al., 2013, S. 1772).

In der empirischen und nicht-empirischen Forschung herrscht damit überwiegende Einigkeit darüber, dass die Einführung einer FTS sowohl zur Verringerung der Anzahl an Transaktionen und des Handelsvolumens führt. Mit Einführung der EU FTS kann es damit möglich sein, das Ziel zu erreichen, dass die EU FTS ein Hemmnis im Sinne der Idee von Keynes und Tobin ist.

---

<sup>54</sup> Einflussfaktoren, wie bspw. Unterschiede zu den Marktsituationen und zwischen den Marktakteuren in Frankreich und Deutschland, bleiben im Vergleich eher unberücksichtigt.



#### **6.4.2 EU FTS als ergänzende regulatorische Maßnahme zur Vermeidung künftiger Krisen**

Die Wirtschaft hat in der Vergangenheit eine Vielzahl an (Finanz-)Krisen durchlebt. Jüngere und prominente Krisen waren die mit dem Börsencrash eingeleitete Weltwirtschaftskrise von 1929, die Lateinamerikanische Schuldenkrise von 1982 und die Wirtschafts- und Finanzkrise von 2007.

Die eine krisenverursachende Ursache für jede der drei Krisen ist weder in der Forschung noch in der Praxis identifiziert worden. Wenngleich die eine Ursache nicht identifiziert worden ist, so ist es möglich, in der Nachschau jeder dieser drei Krisen eine bedeutende Parallele sowie Faktoren und Verhalten von Akteuren zu identifizieren, die sich wiederholt haben und denen deshalb eine krisenverursachende oder zumindest krisenbegünstigende Wirkung beigemessen werden sollte:

Die 1920er Jahre in den USA waren von einem wirtschaftlichen Aufschwung geprägt. Trotz des Aufschwungs reichten die Einkommen der Bevölkerung nicht aus, um den angestrebten Lebensstandard zu finanzieren. Der Glaube an den Fortbestand des Aufschwungs und die Aussicht an Gewinnen auf den Finanzmärkten partizipieren zu können, auch um den angestrebten Lebensstandard finanzieren zu können, veranlasste neben den professionellen Anlegern auch kleine und private Investoren auf den Aktienmärkten zu handeln. Alleine im Zeitraum 1928 bis 1929 resultierte hieraus eine Verdoppelung der Anzahl an Transaktionen auf den US Aktienmärkten (vgl. Galbraith, 2005, S. 51). Eine erhebliche Anzahl der Transaktionen und des gehandelten Volumens wurde über Kredite von Banken finanziert (vgl. bpb, 2009, <http://www.bpb.de/politik/hintergrund-aktuell/69271/80-jahre-schwarzer-freitag-23-10-2009> [abgefragt am: 23.06.2020]). Gegen Ende 1929 setzte in den USA eine Rezession ein. Der Konsum ging zurück, Arbeitsplätze gingen verloren und in der Folge fehlte das Geld, um Kredite zu bedienen. Auch auf den Aktienmärkten fielen die Kurse in Folge der Rezession und Wertpapiere wurden nicht länger nachgefragt. Allein am 24. Oktober 1929, einem Donnerstag der aufgrund der Zeitverschiebung zwischen den USA und Europa als „black friday“ in die Geschichte einging, fielen innerhalb eines Handelstags die Werte an den US-Aktienmärkten um über 50 %. In der Folge verloren Investoren auf den Aktienmärkten Vermögen. Selbst die Liquidation von verbliebenem Vermögen reichte vielfach nicht aus, um

die Kredite zu bedienen. Eigene Verluste und die Verluste der Kunden resultierten darin, dass nahezu jede zweite Bank in den USA zwischen 1929 und 1933 in die Insolvenz ging (vgl. Ahrweiler, 2018, <https://www.fluter.de/kurze-geschichte-der-finanzkrisen> [abgefragt am: 23.06.2020]).

Die Krise von 1982 wurde im Rahmen einer Kette von Ereignissen ausgelöst. Am 15. August 1971 hob US Präsident Nixon den Goldstandard auf. Mit der Aufhebung des Goldstandards konnte der US Dollar nicht länger gegen einen festgesetzten Wert in Gold eingetauscht werden. In zwei Schüben verlor der US Dollar, auch aufgrund von Devisenspekulationen, 50 % seines Wertes (vgl. Schulmeister, 2013, S. 10). In den Jahren 1973 und 1979 erhöhten die OPEC-Staaten durch gezieltes Kontrollieren der Fördermengen drastisch die Ölpreise (vgl. Plumpe, 2015, S. 112ff). Die überschüssige Liquidität der OPEC-Staaten wurde vielfach in Form von US Dollarkrediten von Lateinamerikanischen Entwicklungsländern bezogen (vgl. Schulmeister, 2013, S. 10). Von dem Preisverfall des US Dollars profitierten die Entwicklungsländer zunächst, da der Preisverfall die Schuldenlast minderte. Zu Beginn der 1980er wurde Reagan zum US Präsident gewählt und die US-Notenbank leitete eine Phase der Hochzinspolitik ein. Devisenhändler begannen daraufhin auf einen erstarkenden US Dollar zu wetten. Aus der Summe dieser Ereignisse resultierte eine starke Aufwertung des US Dollars (vgl. ebenda) und daraus eine gesteigerte Schuldenlast der Entwicklungsländer. In 1982 erklärte Mexiko die Schulden nicht länger begleichen zu können und weitere Entwicklungsländer folgten zeitnah (vgl. Pastor, 1987, S. 9ff).

Der Krise von 2007 war eine Zeit vorausgegangen, in der die Preise von Immobilien auf dem US Markt stetig gestiegen waren (vgl. Shiller, 2012, S. 29ff). Diese Entwicklung veranlasste US Banken immer großzügiger Kredite für die Finanzierung von Immobilien zur Verfügung zu stellen (vgl. Gerardi et al., 2009, S. 2). Das Geschäftsmodell funktionierte für die Kunden auf Basis der Spekulation, dass der Wert von Immobilien weiter ansteigen und die Zinsen niedrig blieben würden. Als die US Notenbank den Leitzins an hob, fiel der Wert von Immobilien und Banken hoben auf Basis von vereinbarten flexiblen Zinssätzen die Kreditzinsen an (vgl. ebenda, S. 6ff). Einige Kunden hatten dadurch Schwierigkeiten die (Kredit-)Schulden zu begleichen und stellten Zahlungen teilweise komplett ein (vgl. Sommer, 2012, S. 1). Sowohl gute, mittlere als auch schlechte Immobilienkredite wurden in Zweckgesellschaften übertragen, die die Kredite zu handelbaren Wertpapieren bündelten (vgl. Financial Crisis Inquiry Commission, 2011,

S. 8)<sup>55</sup>. Diese handelbaren Wertpapiere wurden wiederum mit anderen Wertpapieren in Fonds gebündelt (ebenda)<sup>56</sup>. Aus diesem Vorgehen sollte ein Puffer resultieren, der Ausfälle von Krediten abfangen konnte. Aus dem Vorgehen resultierte gleichzeitig auch, dass kaum mehr nachvollzogen werden konnte, aus welchen Werten bzw. Krediten die gehandelten Wertpapiere bestanden. Eine etwaige Skepsis diesen Wertpapieren gegenüber, auch aufgrund von etwaigen hohen Renditeversprechen, wurde u.a. dadurch mitigiert, dass unabhängige Ratingagenturen gute Ratingnoten im Sinne von sicheren Anlagen ausstellten (vgl. ebenda, S. 9 und 20). Diese Wertpapiere wurden weltweit gekauft. Zu den Investoren in diese Wertpapiere zählten neben US Banken insbesondere auch ausländische Banken. Als dann die Zahlungsunfähigkeit der immobilienbesitzenden Kunden in den USA einsetzte, verloren die Kredite und damit auch die Wertpapiere ihren Wert. Die Investoren, die die Kredite als gebündelte Wertpapiere gekauft hatten, waren gezwungen, Abschreibungen vorzunehmen und einhergehende Verluste hinzunehmen. Banken halfen daraufhin anderen Banken und Investoren nicht mehr länger mit Krediten aus. Es war Misstrauen und Sorge aufgekommen, dass ein neuvergebener Kredit nicht länger bedient werden könnte (vgl. Sommer, 2012, S. 1ff). Damit versackte die Liquidität auf den Märkten. Aufgrund von Verlusten wegen Abschreibungen und Liquiditätsengpässen, weil kurzfristig kein Geld von (anderen) Banken zu bekommen war, meldeten Investoren und Banken Insolvenz an. Spätestens zu diesem Zeitpunkt wurde offensichtlich, dass eine Rezession mit vergleichbaren Folgen zu denen aus der Krise von 1929, mit Rückgang des Konsums und damit ein Einbrechen des Rohstoffmarktes, ein Einbrechen des Aktienmarktes und damit des Finanzsektors, einsetzen würde (vgl. Shiller, 2012, S. 79ff).

Die beobachtbare Parallele bei all diesen Krisen sind falsch bewertete Preistrends auf Märkten. Falsch bewertete Preistrends resultieren in sog. Blasen. Die einsetzende Korrektur dieser Falschbewertung<sup>57</sup> verursacht unerwünschte Effekte, die bei starken Effekten „Krise“ genannt werden. Im Vorfeld aller drei Krisen hatten sich Blasen gebildet: In 1929 hatte sich eine Blase aufgrund der Überbewertung von Aktienwerten gebildet, mit deren Korrektur am Black Friday schlagartig begonnen wurde. In 1982 war es die falsche Bewertung des US-Dollars

---

<sup>55</sup> Die Bündelung erfolgte zu den sog. Mortgage Backed Securities.

<sup>56</sup> Die Bündelung erfolgte zu den sog. Collateralized Debt Obligations.

<sup>57</sup> Umgangssprachlich auch „Platzen einer Blase“ genannt.

auf den Devisenmärkten, die mit der plötzlich einsetzenden Aufwertung korrigiert wurde. In 2007 war es die Überbewertung der Werthaltigkeit von Immobilien auf dem US-amerikanischen Markt, deren Korrektur im Rahmen einer Verkettung von Ereignissen letztlich die Wirtschafts- und Finanzkrise auslöste. Sollen Krisen also vermieden werden, so ist nach den preistrendverursachenden Umständen zu forschen und danach, wie Falschbewertungen verhindert werden können.

Preistrends auf Märkten werden von den dort agierenden Händlern beeinflusst. Die Händler haben (markante) Kursbewegungen darauf auswerten, wie andere Händler diese einschätzen werden. Entsprechend ihrer Auswertung reagieren die Händler mit Handelssignalen. Handelssignale werden von professionellen Händlern mittels Handelssystemen ausgewertet. Die Auswertung und die Gabe von Handelssignalen kann dabei in Bruchteilen von Sekunden erfolgen. Verzögert nehmen dann meist die kleinen und privaten Investoren sowie Pensionsfonds die Kursbewegungen wahr und reagieren vergleichsweise spät mit ihren Handelssignalen. Aufgrund der Handelssignale wird der Preis folglich steigen oder fallen; ein Gleichgewicht wird es nie geben (vgl. Schulmeister, 2013, S. 10).

Aus diesen Kursbewegungen resultieren Preisschübe. Preisschübe nutzen antizyklische Investoren, indem ein Gegenschub durch eine gegenteilige Reaktion zur allgemeinen Grundstimmung ausgeführt wird. Dabei sind die Transaktionen der allgemeinen Grundstimmung immer ein wenig stärker als die antizyklischen Investments. Daraus resultiert, dass ein Trend bei allgemeiner positiver Grundstimmung in einem etwas positiveren Ergebnis resultiert<sup>58</sup> (vgl. Keynes, 1936, Kapitel 12 V und 22 II). Diese Trends dauern mitunter nur Sekunden, summieren sich über die Zeit zu Trends die Minuten, Monate oder Jahre andauern. Schulmeister (vgl. 2013, S.10f) hat hierfür den Begriff der „überschießenden“ Trends geprägt.

Zur Vermeidung von Krisen ist folglich die Bekämpfung der „überschießenden“ Preistrends erforderlich. Hierzu ist aus den zuvor gemachten Ausführungen im Ergebnis festzuhalten, dass die überschießenden Preistrends von den Handelssignalen von professionellen Händlern und antizyklischen Investoren und deren Spekulation auf ein bestimmtes Ergebnis zumindest erheblich gefördert werden. Die professionellen Händler spekulieren aufgrund von zwei

---

<sup>58</sup> Der Ausgleich auf den tatsächlichen Wert kann deshalb nie erfolgen.

Faktoren: (1) Es steht Liquidität zur Verfügung, mit der spekuliert werden kann; (2) Die Spekulationen sind lukrativ, bzw. es wird mit den Spekulationen ein ausreichender Gewinn erwirtschaftet. Auf diese zwei Faktoren wird mit der EU FTS Einfluss ausgeübt:

(1) Mit der Finanztransaktionssteuer wird ein prozentualer Anteil vom Transaktionsvolumen als Steuer erhoben. Die erhobene und einbehaltene Steuer fällt dem Fiskus zu. Damit wird durch die Steuer Liquidität aus dem Wirtschaftskreislauf abgeschöpft und steht nicht länger Wirtschaftsakteuren zur Verfügung. Aufgrund der vermindert zur Verfügung stehenden Liquidität (für Spekulationen) ist zu erwarten, dass die Märkte sich beruhigen, weil es weniger Handelsbewegungen in Form von Transaktionen geben wird und die Märkte damit weniger volatil sein werden. In der Literatur gibt es Stimmen, die auf Basis von empirischer Forschung erwarten, dass die Märkte trotz verminderter Liquidität nicht weniger volatil sein werden (vgl. Umlauf, 1993, S. 239; vgl. Heaton und Lo 1995, S. 98ff). Gleichzeitig gibt es neben den prominenten Stimmen von Keynes und Tobin weitere, die auf Basis von empirischer Forschung argumentieren, dass die Volatilität der Märkte abnimmt (vgl. Stiglitz, 1989, S. 111f; vgl. Summers und Summers, 1989, S. 269; vgl. Shiller, 2002, S. 90f; Westerhoff und Dieci, 2006, S. 315). In der empirischen Forschung herrscht folglich Uneinigkeit darüber, ob mit einer Steuer die Volatilität der Märkte gesenkt werden kann. Hierbei gilt es zu berücksichtigen, dass die Forschung auf der Auswertung von Daten von realen Märkten stammt, auf denen externe Faktoren der realen Umwelt Einflüsse ausüben. Die Identifikation solcher externen Faktoren ist schwierig, in Gänze nahezu unmöglich und eine falsche Wertung der Faktoren und deren Einfluss kann Ergebnisse auf Basis von empirischen Daten verfälschen. Deswegen wird neben der empirischen Forschung auch auf finanzmathematische Modelle unter ökonomischen Idealbedingungen zurückgegriffen. Diese Modelle, die viele Variablen sowie wahrscheinliche und weniger wahrscheinliche Szenarien berücksichtigen, bestätigen, dass Transaktionssteuern i.H.v. weniger als 0,2 % besonders effektiv im Hinblick auf die Senkung der Liquidität und Volatilität in Märkten ist (vgl. Li et al., 2013, S. 1770).

(2) Die Differenz zwischen Kaufpreis und Verkaufspreis ist das Ergebnis, das der Händler aus einer Transaktion erzielt. Idealerweise ist der Verkaufspreis höher als der Kaufpreis und der Händler macht damit einen Gewinn. Für den Händler fallen im Rahmen einer jeden Transaktion Kosten an, die in dieser vereinfachenden Darstellung nicht berücksichtigt sind. Bei jedem Kauf und Verkauf ist ein Händler auf die Nutzung von Strukturen und Märkten

angewiesen. Der Händler muss Systeme zur Kaufabwicklung nutzen, für deren Verwendung möglicherweise Lizenzkosten zu zahlen sind, und er muss Informationen über das Geschäft einholen, einen Vertrag schließen und die Abwicklung des Geschäfts dokumentieren. Hierfür ist das Vorhalten von Arbeitskraft und Archivierungsstrukturen erforderlich. Diese auszugsweise genannten Beispiele verursachen im Rahmen der Durchführung Kosten für den Händler, die als sog. Transaktionskosten letztlich das Ergebnis aus der Transaktion beeinträchtigen (vgl. Coase, 1937, S. 390ff).

Neben diesen Transaktionskosten verursacht eine Finanztransaktionssteuer zusätzliche Kosten bei der Transaktion für einen Händler, die sein Ergebnis weiter beeinträchtigen. In Summe können die Transaktionskosten und eine zu leistende Finanztransaktionssteuer dazu führen, dass ein Geschäft unrentabel wird, weil der erzielbare Gewinn aufgezehrt wird. Dies liegt insbesondere darin begründet, dass in der professionellen finanzwirtschaftlichen Praxis durchgeführte Geschäfte vielfach aus mehreren Transaktionen bestehen. Der kostenverursachende Effekt einer Finanztransaktionssteuer kann unter Berücksichtigung der Besteuerungsregelungen der EU FTS an einem real vorkommenden Geschäft ersehen werden: Händler H benötigt zum Handeln kurzfristig Liquidität. H schließt mit der Bank B eine Rückkaufvereinbarung (sog. Repo<sup>59</sup>). Ein Repo ist ein kurzfristiger Kredit, der aus einer Verkaufs- und Rückkaufvereinbarung besteht. Im Rahmen des Repos verkauft Händler H der Bank B Wertpapiere im Wert von EUR 100.000 und verpflichtet sich, in den nächsten 24 Stunden die Wertpapiere für EUR 100.000 zzgl. eines vereinbarten Aufschlags von der Bank B zurückzukaufen. Damit fällt im Rahmen der Abwicklung des Repos neben Transaktionskosten zwei Mal EU FTS (Kauf und Verkauf) i.H.v. mind. 0,1 % des Transaktionsvolumens für Händler H (vgl. Kommission, 2013a Art. 2 Abs. 2 i.V.m. 9 Abs. 2) zzgl. des Aufschlags. Erst jetzt, nachdem für Händler H aufgrund der Beschaffung von Liquidität durch einen Repo Transaktionskosten, die EU FTS und den Aufschlag Kosten entstanden sind, kann er den eigentlich beabsichtigten Handel durchführen. Für diesen beabsichtigten Handel werden Händler H ebenfalls Kosten in Form von Transaktionskosten und der EU FTS entstehen. In Summe könnte das gesamte

---

<sup>59</sup> Der Repo ist als Beispiel ausgewählt worden, da Repos eine toxische Wirkung in der Finanzwirtschaft aufgrund von vier Faktoren zugeschrieben werden: (1) Repos werden meist zum Finanzieren von „schnellen“ spekulativen Geschäften verwendet; (2) Repos sind dazu geeignet, Finanzinvestitionen zu hebeln; (3) Repos können als Leerverkäufe durchgeführt werden; (4) es können Repo-Ketten konstruiert werden, die beim Ausfall eines Glieds bzw. eines Akteurs in der Kette unerwünschte Wirkungen entfalten können (vgl. Schulmeister, 2013, S. 11).

Geschäft aufgrund von Kosten in einem Maß beeinträchtigt werden, dass es unattraktiv geworden ist. In einem solchen Fall sieht Händler H deshalb von der Durchführung des Geschäfts ab.

Somit ist im Ergebnis festzuhalten, dass die EU FTS Einfluss auf Faktoren bzw. Transaktionen ausübt, die für das Aufkommen von Krisen als (mit-)verursachend oder begünstigend angesehen werden. Die verteuernde Wirkung der EU FTS ist bei den kurzfristigen und meist spekulativen Geschäften exponentiell höher als bei langfristigen Geschäften (vgl. Keynes, 1936, Kapitel 12; vgl. Tobin, 1978, S. 154ff; vgl. Persaud, 2012, S. 12). Damit werden die langfristigen – und die für die Realwirtschaft als wünschenswert und wichtige Geschäfte geltend – im Vergleich begünstigt (vgl. ebenda). Ferner hat die mittels der Steuer abgeschöpfte Liquidität eine beruhigende Wirkung auf die Märkte (vgl. Shiller, 2002, S. 90f; vgl. Westerhoff und Dieci, 2006, S. 315; vgl. Li et al., 2013, S. 1770ff). Insgesamt wirkt die EU FTS damit gegen Preisschübe, die in ihrer Wirkung als „überschießende Preistrends“ als Krisen (mit-)verursachend oder begünstigend angesehen werden (vgl. Schulmeister, 2013, S. 10f). Da das Aufkommen einer jeden bisherigen Krise aus einer Verzahnung von Ereignissen resultiert ist und über die konkreten krisenauslösenden Ursachen Uneinigkeit herrscht, wäre es unangemessen zum Ergebnis gelangen zu wollen, dass die EU FTS das Aufkommen zukünftiger Krisen verhindern kann. Die Formulierung der Kommission, dass die EU FTS als „[eine] regulatorische Maßnahme zur Vermeidung künftiger Krisen [zu den bereits bestehenden regulatorischen Maßnahmen] ergänzt werden soll“ (Kommission, 2013a, S. 3), ist deshalb in der Wortwahl passend gewählt. Die EU FTS kann als eine regulatorische Maßnahme dazu beitragen, dass die Wahrscheinlichkeit des Auftretens einer Krise verringert wird.

## 7 Rechtliche Aspekte zur EU FTS

---

Die Kommission stellt in dem Vorschlag einer Richtlinie zur Einführung der EU FTS die Steuer allgemein und auf Basis von Ausgestaltungsmerkmalen im Detail vor (vgl. Kommission, 2013a, S. 17ff und S. 21ff). Zur Beurteilung der rechtlichen Aspekte der EU FTS sind bestimmte Ausgestaltungsmerkmale mit Blick auf Anforderungen zur Vereinbarkeit aus etabliertem Europäischem und Internationalem Recht zu bewerten.

### 7.1 Vereinbarkeit des Richtlinienvorschlags mit Europäischem Recht

Die Law Society of England and Wales hat in einer Stellungnahme Bedenken an der Vereinbarkeit des Richtlinienvorschlags mit geltendem Recht geäußert. Die Bedenken stehen im Zusammenhang mit der weiten und komplexen Ausgestaltung der EU FTS, die in einem Eingriff in die souveräne territoriale Hoheit von Staaten resultieren kann (Law Society of England and Wales, 2013, S. 2). Während die Regeln zur grenzübergreifenden Ausübung von Steuergewalt in fremden, souveränen Territorien grundsätzlich dem Internationalen Recht entstammen, kann das Verletzen der Souveränität eines Staates auch von Bedeutung im Europäischen Recht werden, wenn es sich um einen (nicht an der Steuer teilnehmenden) EU Mitgliedstaat handelt. Auf dem letzten Punkt, der Verletzung von Europäischen Recht, hat die Law Society den Fokus gelegt (vgl. ebenda, S. 1ff).

Einige der Bedenken, die von der Law Society of England and Wales in der Stellungnahme geäußert worden sind, teilt der Juristische Dienst der EU in einer eigenen rechtlichen Einschätzung (vgl. 2013, Rn. 30ff). Allerdings äußert sich der Juristische Dienst der EU im Rahmen der rechtlichen Einschätzung vornehmlich zum „Gegenparteiprinzip“, welches Teil des Ansässigkeitsprinzips ist (vgl. Abschnitt 4.1.2). Da beim Gegenparteiprinzip insbesondere Regelungen aus dem Internationalen Recht von Bedeutung sind, erfolgt die tiefergehende Analyse der rechtlichen Einschätzung des Juristischen Diensts der EU in Abschnitt 7.2.

In den folgenden Unterkapiteln zu Abschnitt 7.1 wird der Richtlinienvorschlag auf seine Vereinbarkeit mit Europäischem Primär- und Sekundärrecht untersucht. Das Europäische Primärrecht, welches seine unmittelbare Anwendungswirkung aus den Europäischen Verträgen ableitet, bedarf der näheren Betrachtung, da dem Primärrecht die Fähigkeit innewohnt, die Anwendungsmöglichkeit und Umsetzbarkeit des Richtlinienvorschlags bei



Unvereinbarkeit vollständig zu verhindern. Gleichzeitig räumt das Primärrecht der EU sog. Sekundärrechtskompetenzen ein, mittels derer die EU Rechtsakte erlassen hat. Die Summe der erlassenen Rechtsakte bildet das Europäische Sekundärrecht. Aufgrund der Einführung der EU FTS unter Verwendung des Rechtsinstruments der Verstärkten Zusammenarbeit dürfen keine Konflikte mit erlassenen Rechtsakten vorliegen (vgl. Abschnitt 3.2). Deshalb ist in den folgenden Abschnitten die Vereinbarkeit des Richtlinienvorschlags zur Einführung der EU FTS auf die Vereinbarkeit mit Europäischem Primär- und Sekundärrecht untersucht worden.

### **7.1.1 Die EU-rechtliche Basis zur Steuereinführung**

In Abschnitt 3.2 ist darauf hingewiesen worden, dass in Verstärkter Zusammenarbeit ausschließlich in solchen Bereichen gehandelt werden darf, die nicht den „ausschließlichen Zuständigkeiten der Union“ entsprechen (vgl. Art. 20 EUV). Ferner wurde darauf hingewiesen, dass der Erlass von Wettbewerbsregeln, die notwendig für das Funktionieren des Binnenmarktes sind, in diese ausschließliche Zuständigkeit der Union fällt. Gleichwohl gilt diese ausschließliche Zuständigkeit für Wettbewerbsregeln, die nach den Art. 101 bis 109 AEUV erlassen werden (vgl. EuGH 1985, Rn. 9ff). Da das Funktionieren des Binnenmarkts nicht von der Einführung der EU FTS bedingt ist, ist die Einführung unter den Art. 101 bis 109 AEUV nicht einschlägig.

Grundsätzlich ist Art. 114 AEUV die rechtliche Norm, die zur Einführung von Harmonisierungsmaßnahmen von Wettbewerbsregeln im Binnenmarkt legitimiert (vgl. Wernsmann und Zirkl, 2013, S. 169f). In Art. 114 Abs. 2 AEUV ist festgehalten, dass die Norm „nicht für die Bestimmungen über die Steuern [gilt]“. Hierdurch wird indirekt auf die Art. 113 und 115 AEUV als Alternativen verwiesen. Der Grund für diesen Verweis ist bei genauerer Betrachtung nachvollziehbar: Art. 114 AEUV bedarf der qualifizierten Mehrheit, während die Art. 113 und 115 AEUV der Einstimmigkeit im Abstimmungsverfahren bedürfen.

Die unterschiedlichen Stimmregeln im Abstimmungsverfahren wurden eingeführt, um sicherzustellen, dass das Recht zum Erlass von Steuergesetzen bei jedem Mitgliedstaat der Union verbleibt (vgl. Mayer und Heidfeld, 2011, S. 374). Das Einstimmigkeitserfordernis soll

somit den Schutz dieser fundamentalen Regel sicherstellen, indem es die Mitgliedstaaten zum gemeinsamen Gesetzeserlass zwingt (vgl. Classen, 2015, Art. 114 Rn. 9, 92 und 96ff).

#### 7.1.1.1 Art. 115 AEUV

Auf den ersten Blick kann es danach aussehen, als ob Art. 115 AEUV die einschlägige rechtliche Norm ist, auf die der Richtlinienvorschlag zu Einführung der EU FTS gestützt werden kann. Dort heißt es, dass über Art. 115 AEUV „Richtlinien für die Angleichung derjenigen Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten [eingeführt werden können], die sich unmittelbar auf die Errichtung oder das Funktionieren des Binnenmarkts auswirken.“

Tatsächlich kann jedoch nur die Einführung direkter Steuern auf Art. 115 AEUV gestützt werden (vgl. Classen, 2015, Art. 115 Rn. 17). Solche sind bspw. „persönliche Einkommensteuern, Unternehmenssteuern und Steuern auf die Ansammlung von Kapital und auf Geschäfte mit Wertpapieren“ (Kommission, 2016b, [https://ec.europa.eu/taxation\\_customs/general-information-taxation/eu-tax-policy-strategy/lisbon-treaty-tax-legislation-eu\\_de](https://ec.europa.eu/taxation_customs/general-information-taxation/eu-tax-policy-strategy/lisbon-treaty-tax-legislation-eu_de) [abgefragt am 08.06.2020]). Indirekte Steuern, wie die EU FTS (vgl. Kommission, 2013a, S. 2), fallen nicht in den Geltungsbereich des Art. 115 AEUV (vgl. Classen 2015, Art. 115, Rn. 16).

#### 7.1.1.2 Art. 113 AEUV

Es verbleibt Art. 113 AEUV als rechtliche Basis, auf der der Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS gestützt werden kann. Dem Wortlaut des Art. 113 AEUV entsprechend, „... erlässt [der Europäische Rat] ... einstimmig die Bestimmungen zur Harmonisierung der Rechtsvorschriften über die Umsatzsteuern, die Verbrauchsabgaben und sonstige indirekte Steuern, soweit diese Harmonisierung für die Errichtung und das Funktionieren des Binnenmarkts und die Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen notwendig ist.“

Es wird dem Wortlaut nach deutlich, dass der Anwendungsbereich des Art. 113 AEUV zur Einführung der EU FTS einschlägig ist, da mit der EU FTS die Harmonisierung von indirekten Steuern beabsichtigt ist (vgl. Kommission, 2013, S. 2ff). Es ist in der Literatur möglich eine Gegenstimme zu finden, die argumentiert, dass die Einführung der EU FTS nicht auf Art. 113

AEUV gestützt werden dürfe. Die Sichtweise stützt sich dabei auf einen Passus aus Art. 113 AEUV, in dem es heißt: „erlässt ... Bestimmungen zur Harmonisierung“. In enger Auslegung des Wortlautes kann dies zu dem Ergebnis führen, dass Art. 113 AEUV nur als rechtliche Basis für die Harmonisierung bereits existierender Steuerregime in den Mitgliedstaaten der Union genutzt werden darf. Folgerichtig wäre die Einführung einer Steuer zur Harmonisierung nicht vom Anwendungsbereich des Art. 113 AEUV gedeckt (vgl. Sester, 2012, S. 530ff).

Der EuGH erklärte in einer Grundsatzentscheidung, dass Art. 113 AEUV sowie die Art. 114 und 115 AEUV als rechtliche Grundnormen für Steuereinführungen sowie zur Harmonisierung von Maßnahmen auf Basis der Regelungen einer Minderheit von Mitgliedstaaten genutzt werden dürfen, „um der Entstehung neuer Hindernisse für den Handel infolge einer heterogenen Entwicklung der nationalen Rechtsvorschriften vorzubeugen“ (EuGH, 2000, Rn. 86). Dieses Urteil hat es ermöglicht, dass die EU über die Jahre eine Vielzahl verschiedener Arten von regulatorischen Gesetzgebungsmaßnahmen erlassen konnte (vgl. Möstl, 2012, S. 325). Eine anderslautende Entscheidung des EuGHs bezüglich der Auslegung des Art. 113 AEUV wäre im Ergebnis impraktikabel gewesen und hätte aus teleologischer Sicht wohl nicht dem eigentlichen Sinn der Norm entsprochen. Dies kann bei der Ableitung der Konsequenz deutlich werden: die Mitgliedstaaten der Union hätten sonst stets warten müssen, bis alle Mitgliedstaaten heterogene Steuerregime eingeführt haben, bevor sie auf EU Ebene einschlägige Harmonisierungsmaßnahmen erlassen könnten (vgl. Khan, 2010, Art. 113 Rn. 3).

Hieraus folgt, dass die Einführung der Richtlinie mit ihrer Zielsetzung der „Harmonisierung der Rechtsvorschriften für die indirekte Besteuerung von Finanztransaktionen“ (Kommission, 2013a, S. 2) auf Art. 113 AEUV gestützt werden kann, sofern dies notwendig ist, um „einer heterogenen Entwicklung der nationalen Rechtsvorschriften vorzubeugen“ (EuGH, 2000, Rn. 86). Diese heterogene Entwicklung ist sichtbar im Hinblick auf die bereits bestehenden und in der jüngeren Vergangenheit eingeführten FTS Steuerregime im Europäischen Binnenraum (vgl. Abschnitt 6.2). Insofern steht mit Art. 113 AEUV eine angemessene rechtliche Basis zur Verfügung, auf der die Einführung des Richtlinienvorschlags zur Einführung der EU FTS gestützt werden kann und deren Nutzung von der Kommission vorgeschlagen wird (vgl. Kommission, 2013a, S. 7).

### 7.1.2 Die Grundsätze der Subsidiarität und Proportionalität als Teile der beschränkten Einzelermächtigung

Der Grundsatz der Subsidiarität ist Teil des Europäischen Primärrechts und soll sicherstellen, dass die Union ausschließlich in den Bereichen handelt, in denen sie nicht die ausschließliche Zuständigkeit hat und in denen Ziele „weder auf zentraler noch auf regionaler oder lokaler Ebene ausreichend verwirklicht werden können, sondern vielmehr wegen ihres Umfangs oder ihrer Wirkungen auf Unionsebene besser zu verwirklichen sind“ (Art. 5 Abs. 3 EUV). Entsprechend bedarf es bei jeder diesbezüglichen Entscheidung der Berücksichtigung der „nationalen Identität, die in ihren grundlegenden politischen und verfassungsmäßigen Strukturen einschließlich der regionalen und lokalen Selbstverwaltung zum Ausdruck kommt“ (Art. 4 Abs. 2 EUV). Der EuGH führte diesbezüglich aus, dass der Grundsatz der Subsidiarität „von den gemeinsamen Verfassungstraditionen der Mitgliedstaaten sowie von den Hinweisen [herzu]leiten [sei]“ (EuGH, 2003a, Rn. 71).

Mit dem Grundsatz der Proportionalität wird dem Gesetzgeber die Pflicht auferlegt, dass die ergriffenen Maßnahmen nicht inhaltlich und formal über das zur Zielerreichung notwendige Maß hinausgehen (vgl. Art. 5 Abs. 4 EUV). Hierdurch wird eine direkte Verbindung zur Wahl des Rechtsaktes hergestellt, der vom Gesetzgeber ausgewählt wird, um ein Ziel zu erreichen. Bei der Untersuchung auf Angemessenheit wird geprüft, ob das mildeste legislative Mittel zur Zielerreichung ausgewählt worden ist. Die legislativen Mittel der EU sind in der Stärke abnehmend gelistet: Verordnungen, Richtlinien, Beschlüsse, Empfehlungen und Stellungnahmen (vgl. Art. 288 AEUV). Verordnungen haben mit Erlass unmittelbare Rechtsbindung, Richtlinien verpflichten die Mitgliedstaaten zur inhaltlichen Umsetzung in nationales Recht, Beschlüsse sind vergleichbar zu Verwaltungsakten und Empfehlungen und Stellungnahmen sind rechtlich nicht bindend. Die Wahl einer Verordnung wäre folglich in solchen Fällen *contra legem*, in denen bereits eine Richtlinie ausgereicht hätte.

Gemeinsam bilden die Grundsätze der Subsidiarität und Proportionalität das Prinzip der beschränkten Einzelermächtigung aus Art. 5 AEUV. Gemäß Art. 5 AEUV obliegt der Kommission die Pflicht, gutachterlich auszuführen, weshalb die geplanten Maßnahmen zur Zielerreichung tatsächlich notwendig sind. Das Gutachten wird anschließend an zuständige Abteilungen europäischer und nationaler Organe sowie an die nationalen Parlamente

weitergeleitet. Anschließend wird individuell geprüft, ob die vorgeschlagenen Maßnahmen mit nationalen (verfassungsrechtlichen) Besonderheiten vereinbar sind (vgl. Oppermann et al., 2018, 3. Teil Rn. 20).

Rechtskommentare weisen darauf hin, dass die Beurteilung über die Wahrung des Subsidiaritätsprinzips zu einer EU-rechtlichen Notwendigkeit geworden ist. In der Praxis stelle die Beurteilung einen formal-rechtlichen Vorgang dar und nicht die durch Primärrecht vorgesehene materiell-rechtliche Überprüfung der Handlungsbefugnis der Union (vgl. Ritzer und Rutloff, 2006, S. 120ff). Rechtliche Angriffspunkte resultieren hieraus kaum, was auch in der Haltung des EuGHs begründet liegt. Zwar unterliegt das Prinzip der Subsidiarität im Streitfall der gerichtlichen Kontrolle, der EuGH zeigt allerdings nur im Falle von evidenten Verstößen Bereitschaft einzuschreiten (vgl. EuGH, 2002, Rn. 174ff). Diesen rechtlich unglücklichen Zustand fördert der EuGH, indem er in den Überprüfungen die Tendenz zeigt, sich den Argumenten der Europäischen Kommission anzuschließen. Eine tatsächliche Sachverhaltsprüfung durch die Richter des EuGHs erfolgt somit allenfalls eingeschränkt (vgl. Oppermann et al., 2018, 3. Teil Rn. 33).

Ganz ähnlich problematisch verhält es sich mit dem Prinzip der Proportionalität. Das Europäische Primärrecht verweist in Art. 5 Abs. 4 darauf, dass „die Maßnahmen der Union ... nicht über das ... erforderliche Maß hinaus [gehen].“ Bereits durch einfache wörtliche Auslegung dieses Passus können die Merkmale herausgearbeitet werden, dass die ergriffenen Maßnahmen geeignet und verhältnismäßig sein müssen. Obgleich dem EuGH ein Prüfungsschema zu diesen Merkmalen zur Verfügung steht (vgl. EuGH, 2002, Rn. 122), findet dieses Schema keine oder kaum Anwendung (vgl. Oppermann, 2018, 3. Teil Rn. 33).

Eine stärkere Bedeutung kommt den Prinzipien der Subsidiarität und Proportionalität mittels Art. 326 AEUV bei. Die Norm führt in Satz 1 aus, dass die „Verstärkte Zusammenarbeit .. die Verträge und das Recht der Union [achtet].“ Hierdurch wird verdeutlicht, dass in Verstärkter Zusammenarbeit ein Verstoß gegen Europäisches Primärrecht und Sekundärrecht unzulässig ist. Deshalb muss jede Maßnahme im Richtlinienvorschlag einer strengeren Kontrolle unterzogen werden als es sonst in der Praxis üblich sein könnte. Dies gilt insbesondere für die Grundsätze zur Wahrung der Subsidiarität und Proportionalität.

Werden diese allgemeingeltenden Regeln auf das Projekt der EU FTS übertragen, das unter Nutzung der Verstärkten Zusammenarbeit umgesetzt werden soll, ist das Richtlinienziel der „Harmonisierung der Rechtsvorschriften für die indirekte Besteuerung von Finanztransaktionen“ (Kommission, 2013a, S. 2) von besonderer Relevanz. Tatsächlich scheint es, dass die Harmonisierung von Steuerregelungen nur auf EU Ebene zu erreichen ist (vgl. Abschnitt 6.2). Mit der Umsetzung des Richtlinienvorschlags würden die teilnehmenden Mitgliedstaaten verpflichtet, ihre Steuerregime in Einklang mit den Europäischen Vorgaben zu bringen. Sofern keine nationale Steuerregelung existiert, müssen teilnehmende Mitgliedstaaten eine FTS entsprechend der Richtlinienstandards einführen. Die Auffassung, dass die Harmonisierung der Steuerregime durch Rechtsangleichungen auf Basis von individuellem Handeln der Staaten durch Abschluss multinationaler Vereinbarungen erreicht werden kann, wirkt dagegen schwerlich haltbar. Von daher ist die Unterstützung durch Europäische Gesetzgebungsmaßnahmen, wenn auch nicht verbindlich für alle Mitgliedstaaten aufgrund der Verstärkten Zusammenarbeit, als notwendig zu erachten.

Ergänzend bedarf es der Beurteilung, ob der Grundsatz der Proportionalität beim Richtlinienvorschlag gewahrt ist. Die Richtlinie muss angemessen sein, um die „Harmonisierung der Rechtsvorschriften für die indirekte Besteuerung von Finanztransaktionen“ (Kommission, 2013a, S. 2) herbeizuführen, dabei aber nicht über das zur Zielerreichung notwendige Maß hinausgehen. In Anbetracht der Rechtsakte, die von der EU gem. Art. 288 AUEV erlassen werden können, ist entweder auf eine Verordnung oder eine Richtlinie zurückzugreifen. Eine Verordnung entfaltet mit Erlass direkte Rechtsbindungswirkung, wodurch alle Mitgliedstaaten unmittelbar an die Maßnahmen gebunden wären (vgl. Art. 288 Unterabsatz 2 AEUV). Doch gerade aufgrund der Tatsache, dass die Staaten unmittelbar gebunden wären, ist eine Verordnung nicht ideal. Sie könnte bei Inkrafttreten – und bei schlechter Ausgestaltung – zu einem Konflikt mit den bereits existierenden FTS in Belgien, Frankreich, Griechenland und Italien führen.

Mit einer Richtlinie wird ein Mindeststandard vom Europäischen Gesetzgeber vorgegeben, den die Mitgliedstaaten innerhalb einer bestimmten Frist umzusetzen haben. Jeder Mitgliedstaat entscheidet eigenständig, wie der Mindeststandard in nationales Recht umgesetzt wird und ob über den Mindeststandard hinausgehende Maßnahmen erlassen werden. Deshalb sollte die Richtlinie als das mildeste zur Verfügung stehende legislatorische

Mittel zur Rechtsbindung und zur Einführung der EU FTS angesehen werden (vgl. Art. 288 AEUV). Es darf daher der Einschätzung der Europäischen Kommission (2013a, S. 8) zugestimmt werden, dass „Die vorgeschlagene Harmonisierung in Form einer Richtlinie (statt einer Verordnung) .. nicht über das zur Erreichung der angestrebten Ziele ... erforderliche Maß hinaus[geht].“

### **7.1.3 Vereinbarkeit des Richtlinienvorschlags mit etabliertem Primärrecht (Grundrecht auf freien Verkehr von Kapital und Zahlungen im Binnenraum)**

Die Law Society of England and Wales (vgl. 2013, S. 3f) äußert in ihrer Stellungnahme Bedenken zwischen der Vereinbarkeit des Richtlinienvorschlags zur Einführung der EU FTS und dem der aus dem Europäischen Primärrecht stammenden Warenverkehrsfreiheit im Binnenmarkt.

Mit direkter Bindungswirkung wird mit Art. 63 AEUV jegliche Form der Beschränkung des freien Kapital- und Zahlungsverkehrs untersagt (vgl. EuGH, 2005, Rn. 34). Mit der Einführung der EU FTS würden bestimmte Finanztransaktionen besteuert werden (vgl. Abschnitt 4). Da das Besteuern von Kapitalbewegungen deren Kosten erhöhen würde, sieht die Law Society of England and Wales darin die Schaffung einer unerlaubten Barriere und damit einen potenziellen Verstoß gegen Art. 63 AEUV (vgl. Law Society of England and Wales, 2013, S. 3).

Die Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit zählt zu den insgesamt vier Grundfreiheiten des Binnenmarktes. Gemäß Art. 63 Abs. 1 AEUV „sind alle Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedstaaten sowie zwischen den Mitgliedstaaten und dritten Ländern verboten.“ Ergänzend verbietet Abs. 2 „alle Beschränkungen des Zahlungsverkehrs“. Ein Verstoß gegen die Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit stellt gleichfalls einen Verstoß gegen Art. 326 Abs. 3 AEUV der Verstärkten Zusammenarbeit dar. Dies liegt darin begründet, dass Art. 326 Abs. 3 eine Ausprägung dieses Binnenmarktrechts ist und deshalb selbst ausschließlich deklaratorische Wirkung aufweist (vgl. Abschnitt 3.2).

Dieses fundamentale Binnenmarktrecht darf unter bestimmten Voraussetzungen eingeschränkt werden. Die Voraussetzungen sind in Art. 65 AEUV normiert. Hiernach darf eine Einschränkung der Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit erfolgen, wenn ein übergeordnetes

öffentliches Interesse vorliegt. Ein solches, übergeordnetes öffentliches Interesse könnte im dritten Ziel des Richtlinienvorschlags zu sehen sein, mit dem die „Schaffung geeigneter Hemmnisse für Transaktionen, die der Effizienz der Finanzmärkte nicht förderlich sind, womit regulatorische Maßnahmen zur Vermeidung künftiger Krisen ergänzt werden sollen“ (Kommission, 2013a, S. 2) erfolgen soll.

Kritische Stimmen wie der der Law Society of England and Wales (vgl. 2013, S. 3ff) führen aus, dass die EU FTS zur Diskriminierung im Handel und Verzerrungen im Wettbewerb führt, wodurch letztlich Binnenmarktrecht verletzt wird.

#### 7.1.3.1 Finanztransaktionen mit bestimmten Devisengeschäften

In einem *working document* aus dem Jahr 2010 macht die Kommission darauf aufmerksam, dass die Einführung der EU FTS zur Diskriminierung einiger Mitgliedstaaten führen wird. Die Diskriminierung betreffe diejenigen Staaten, die nicht Teil des Eurowährungsraums sind (vgl. Kommission, 2010, S. 52). Dies liegt darin begründet, dass der Währungstausch eine gesonderte Finanztransaktion darstellt, die unter der EU FTS gesondert besteuert werden würde (Kommission, 2010, S. 25ff). In dem englischsprachigen Dokument heißt es (ebenda, S. 26): „Es ist unwahrscheinlich, dass für die Beschränkung ein ausreichender Rechtfertigungsgrund im Sinne des Europäischen Primärrechts gefunden werden kann.“<sup>60</sup>

Zunächst ist festzuhalten, dass es sich bei dieser Art der Diskriminierung von Mitgliedstaaten um eine sog. indirekte Diskriminierung handelt. Die Diskriminierung tritt nicht wegen der Nationalität des Mitgliedstaats oder der Nicht-Kooperation in Verstärkter Zusammenarbeit zur Umsetzung des Richtlinienvorschlags auf, sondern aufgrund der Nicht-Zugehörigkeit zum Eurowährungsraum (vgl. Mayer und Heidfeld, 2011, S. 378). Bei derartigen indirekten Diskriminierungen herrscht Uneinigkeit in der Literatur, ob diese durch ein sog. übergeordnetes öffentliches Interesse gerechtfertigt werden können (vgl. Kingreen, 2011, Art. 28-30 Rn. 28ff). Der EuGH, als die entscheidende höchstrichterliche Instanz, erlaubt bislang die Rechtfertigung indirekter Diskriminierung aufgrund eines übergeordneten öffentlichen

---

<sup>60</sup> Übersetzung des Zitats durch den Autor. Original: „It is unlikely that, for this restriction, a justification sufficient for the purposes of the Treaty could be found.“



Interesses (vgl. EuGH, 2003b, Rn. 21ff). Insofern kann für die indirekte Diskriminierung das verfolgte Ziel, die Regulierung der Märkte zur Vermeidung künftiger Krisen und der Harmonisierung der indirekten Steuern (vgl. Kommission, 2013a, S. 2), als rechtfertigendes übergeordnetes öffentliches Interesse herangezogen werden.

Für den Fall, dass der EuGH in einer Klage nach Umsetzung der EU FTS die indirekte Diskriminierung aus den Devisengeschäften für nicht von einem übergeordneten öffentlichen Interesse gerechtfertigt ansehen sollte, bedürfte es lediglich des Ausschlusses dieser (bestimmten) Devisengeschäfte als besteuerte Finanztransaktionen. Hierdurch sollte eine Vereinbarkeit mit dem Europäischen Primärrecht herzustellen sein.

#### 7.1.3.2 Finanztransaktionen mit unterschiedlichen Steuersätzen

Finanzinstitute von nicht in Verstärkter Zusammenarbeit kooperierenden Mitgliedstaaten können unter der EU FTS zur Steuerabfuhr verpflichtet werden (vgl. Abschnitt 4). Die Anwendbarkeit der EU FTS ist zumindest in den Fällen unproblematisch, in denen ein Finanzinstitut tatsächlich örtlich ansässig ist. Ein solcher Fall ist bspw. mit Art. 4 Abs. 1 lit. e) des Richtlinienvorschlags (vgl. Kommission, 2013a) gegeben, wonach ein Finanzinstitut zur Abfuhr der Steuer verpflichtet werden kann, wenn es eine Niederlassung im Hoheitsgebiet eines teilnehmenden Mitgliedstaates hat. Dieser Fall bietet dem Finanzinstitut (Planungs-)Sicherheit, da stets der Steuersatz des teilnehmenden Mitgliedstaats gilt, in dem es tatsächlich örtlich ansässig ist.

Schwerer planbare und rechtlich problematische Situationen können sich aus der Anwendbarkeit des Ausgabepinzips sowie des Gegenparteiprinzips ergeben. Mit diesen beiden Steuerausgestaltungsmerkmalen wird die Fiktion geschaffen, dass die Finanzinstitute in dem Hoheitsgebiet eines EU FTS erhebenden Mitgliedstaats ansässig sind. Veranschaulicht kann dies bedeuten, dass ein Finanzinstitut in Schweden, obwohl Schweden ein nicht EU FTS erhebender Mitgliedstaat der EU ist, als in Frankreich oder Deutschland als ansässig erachtet wird, sofern das Finanzprodukt in Frankreich oder Deutschland ausgegeben worden ist oder eine an der Transaktion beteiligte Partei in einem der beiden Länder ansässig ist (vgl. Abschnitt 4.1.2). Nun könnte es sein, dass Frankreich aufgrund des Art. 9 des Richtlinienvorschlags (vgl. Kommission, 2013a) einen anderen Steuersatz eingeführt hat, als bspw. Deutschland, das

ebenfalls die EU FTS eingeführt hat. Die Finanzinstitute in Schweden wären folglich zur Abführung der EU FTS unter unterschiedlichen Steuersätzen verpflichtet, abhängig von der Konstellation der entsprechenden Finanztransaktion.

Gleichwohl die Möglichkeit zur Einführung variabler Steuersätze eingeführt wurde, da „Märkte auf eine Transaktionssteuer [...] unterschiedlich reagieren“ und „die vorgeschlagenen Mindeststeuersätze (oberhalb deren die Mitgliedstaaten Gestaltungsspielräume haben) hoch genug sind, um die mit dem vorliegenden Vorschlag angestrebte Harmonisierung zu erreichen“ (Kommission, 2013a, S. 13), führt dieses Steuerausgestaltungsmerkmal zu Willkür und kann in der Diskriminierung und Verzerrung des Wettbewerbs innerhalb des Binnenraums führen.

Hierbei handelt es sich um eine sog. direkte Diskriminierung, die daraus resultiert, dass Schweden die EU FTS nicht eingeführt hat. Im Falle einer direkten Diskriminierung sind keine Rechtfertigungsgründe anerkannt (vgl. Kingreen, 2011, Art. 28-30 Rn. 28ff), somit ist auch ein übergeordnetes, öffentliches Interesse als Rechtfertigungsgrund nicht einschlägig.

Selbst wenn argumentativ eine indirekte Diskriminierung aus den unterschiedlichen Steuersätzen vertretbar abgeleitet werden kann, hat die Kommission im Richtlinienvorschlag darüber informiert, dass der Grund für die Möglichkeit unterschiedliche Steuersätze einzuführen im Wirtschafts- und Wettbewerbsinteresse der EU FTS einführenden Mitgliedstaaten liegt (vgl. Kommission, 2013a, S. 13). Es liegt damit evidenterweise kein unmittelbares übergeordnetes öffentliches Interesse an den unterschiedlich hohen Steuersätzen vor.

Insofern bedarf es der Feststellung, dass Art. 9 des Richtlinienvorschlags (vgl. ebenda), der die EU FTS einführenden Mitgliedstaaten zur Einführung von individuellen Steuersätzen ermächtigt, gegen etabliertes Europäisches Primärrecht verstößt. Rechtskonformität mit den Art. 63ff und 326 AEUV sollte erreicht werden können, indem die Regelung des Art. 9 des Richtlinienvorschlags abbedungen wird und ein einheitlicher, bindender Steuersatz für alle EU FTS einführenden Mitgliedstaaten eingeführt wird.

### 7.1.3.3 Finanztransaktionen, die in einer Doppelbesteuerung resultieren

Der Finanzsektor gilt als integraler Bestandteil des Binnenmarktes, was aus der Verankerung des Schutzes der Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit im Europäischen Primärrecht abgeleitet werden darf (vgl. Art 26 AEUV). Mit Umsetzung des Richtlinienvorschlags wird der Binnenmarkt in vereinfachender Darstellung in zwei Gruppen aufgespalten: Eine Gruppe bestehend aus elf Mitgliedstaaten, die die EU FTS einführt und eine Gruppe aus 16 Mitgliedstaaten, die die EU FTS nicht einführt (vgl. Abschnitt 6.2).

Von den 16 Mitgliedstaaten, die die EU FTS nicht einzuführen beabsichtigen, erheben elf Mitgliedstaaten keine Steuer auf Finanztransaktionen und fünf Mitgliedstaaten haben nationale Regelungen erlassen (vgl. Abschnitt 6.2). Mit Einführung der EU FTS kann es zu einer Überschneidung der Anwendbarkeit der EU FTS und der nationalen FTS in diesen fünf Mitgliedstaaten kommen. Aus der Überschneidung der Anwendbarkeit kann resultieren, dass eine Finanztransaktion doppelt besteuert wird: Einmal durch die EU FTS und einmal durch die nationale FTS.

Diesbezüglich stellt der Juristische Dienst der EU (2013, Rn. 30) fest, dass durch Doppelbesteuerung „Finanzinstitute nicht teilnehmender Mitgliedstaaten [in Verstärker Zusammenarbeit] und Drittländer höherer Kosten ausgesetzt werden als es diejenigen Finanzinstitutionen werden, die tatsächlich ansässig in einem teilnehmenden Mitgliedstaat sind. Dies stellt eine unvereinbare Diskriminierung und Verzerrung des Wettbewerbs mit dem freien Verkehr von Kapital und Zahlungen dar.“<sup>61</sup> Für die EU sind zwei Alternativen denkbar, die Richtlinie in Einklang mit Binnenmarktrecht zu bringen: (1) Zum einen könnte die Richtlinie dahingehend abgeändert werden, dass sie keine Anwendung im Falle einer Doppelbesteuerung findet. (2) Zum anderen bliebe die Option, Doppelbesteuerungsabkommen mit nicht teilnehmenden Mitgliedstaaten zu schließen, die eine nationale FTS haben. Mit Blick auf die Praxis scheinen jedoch beide Alternativen impraktikabel zu sein:

---

<sup>61</sup> Übersetzung des Zitats durch den Autor. Im Original: „exposes financial institutions from non-participating Member States and third countries to higher costs than those imposed by the proposed directive on financial institutions resident in participating Member States and is thus capable of entailing a distortion of capital movements.“

Der Juristische Dienst der EU stellte zutreffend fest, dass Finanztransaktionen, die von nicht teilnehmenden Mitgliedstaaten mit einer nationaler FTS besteuert worden sind, nicht ergänzend unter der EU FTS besteuert werden dürfen (vgl. 2013, Rn. 30ff).<sup>62</sup> Das Aussetzen der Besteuerung unter der EU FTS in Fällen der Doppelbesteuerung würde in umso größerer Diskriminierung resultieren und starke Wettbewerbsverzerrungen mit sich bringen. Dies liegt darin begründet, dass nur diejenigen Finanztransaktionen von nicht EU FTS einführenden Mitgliedstaaten unter der EU FTS besteuert werden können, die keine nationale FTS haben. Folglich scheint es naheliegend, dass alle nicht teilnehmenden Mitgliedstaaten (niedrige) vorteilhafte nationale indirekte Steuerregelungen auf Finanztransaktionen erlassen, um die Anwendbarkeit der Richtlinienbestimmungen der EU FTS abzubedingen. Durch diese Abbedingung der Anwendbarkeit der Richtlinienbestimmung käme es zur Diskriminierung und zu Verzerrungen im Wettbewerb, allerdings zu Ungunsten der Mitgliedstaaten, die die EU FTS einführen. Ferner würde dieses Szenario dem eigens gesetzten Ziel der Richtlinie zur Harmonisierung der indirekten Steuern auf Finanztransaktionen entgegenlaufen (vgl. Kommission, 2013a, S. 2). Mit der Einführung von vorteilhaften nationalen FTS zur Abbedingung der Anwendbarkeit der EU FTS könnte es zur Einführung einer Vielzahl unterschiedlich ausgestalteter nationaler FTS kommen. Die Folge wäre eine Steuerlandschaft mit unterschiedlichen indirekten Steuern. Es würde folglich das genaue Gegenteil des Richtlinienziels der Harmonisierung herbeigeführt.

Die zweite Alternative scheint ebenfalls ungeeignet, die Richtlinie in Einklang mit EU-Recht zu bringen. Die nicht EU FTS einführenden Mitgliedstaaten mit nationalen FTS könnten nicht gewillt sein, Doppelbesteuerungsabkommen abzuschließen, wenn ihre Weigerung zum Abschluss zur Unvereinbarkeit der EU FTS mit Binnenmarktrecht führt. In dem bisher unbekanntem und rechtlich nicht vorstellbarem Fall, dass nicht teilnehmende Mitgliedstaaten mit nationaler FTS zum Abschluss von Doppelbesteuerungsabkommen gezwungen würden, liefe diese Möglichkeit wieder auf das zuvor beschriebene Szenario hinaus: nicht

---

<sup>62</sup> Dem Juristischen Dienst der EU könnte eine Unachtsamkeit in ihrer Ausführung unterlaufen sein: Die Art. 63ff und Art. 326 AEUV schützen die Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit im Europäischen Binnenraum. Der Juristische Dienst führt richtigerweise aus, dass auch Drittstaaten außerhalb der Union Diskriminierung durch Doppelbesteuerung erfahren. Drittstaaten können sich nicht unbedingt auf den Schutz aus Art. 63ff und 326 AEUV berufen, wie es die Mitgliedstaaten in der EU bzw. Marktteilnehmer im Binnenraum können.

teilnehmende Mitgliedstaaten ohne nationale FTS würden vorteilhafte indirekte Steuerregelungen auf Finanztransaktionen erlassen, um zum Abschluss eines Doppelbesteuerungsabkommens gezwungen zu werden. Die EU FTS liefe somit wieder ins Leere und würde erneut zu einer Landschaft von unterschiedlichen Steuerregelungen im Binnenraum beitragen, womit Diskriminierung und Verzerrung im Wettbewerb auftreten würde.

Das Argument der Kommission (2013d, S. 5), dass sich „nicht alle Fälle von Doppelbesteuerung in der EU-27 vermeiden [lassen] ... aber gegenüber dem Ausgangsszenario .. dieses System dennoch eine deutliche Verbesserung darstellen [wird]“ sollte in Anbetracht der Entwicklung einer möglichen Steuerlandlandschaft mit vielen unterschiedlichen indirekten Steuern kritisch hinterfragt werden. Es handelt sich bei dem Argument der Kommission nicht um ein rechtliches Argument, das irgendeine Form von rechtfertigender Wirkung gegen den Verstoß gegen Europäisches Primärrecht entfalten könnte. Ein übergeordnetes öffentliches Interesse an der Doppelbesteuerung ist nicht ersichtlich. Tatsächlich ist es eine Mehrheit von 16 der Mitgliedstaaten der Union, die eine Einführung der EU FTS nicht wünscht und die Kooperation in Verstärkter Zusammenarbeit nicht unterstützt. Dieser Mehrheit der 16 Mitgliedstaaten den Bruch des Binnenmarktrechts mittels Doppelbesteuerung aufgrund eines übergeordneten öffentlichen Interesses gegenüber rechtfertigen zu wollen, wirkt indes schwierig. Insbesondere, da es sich in dem Fall der Doppelbesteuerung um eine direkte Diskriminierung handelt, da die Diskriminierung direkt aus der EU FTS bzw. deren Nicht-Einführung resultiert.

Insofern ist festzuhalten, dass die EU FTS durch Doppelbesteuerung den „wirtschaftlichen, sozialen und territorialen Zusammenhalt beeinträchtigt“, „für den Handel zwischen den Mitgliedstaaten [...] ein Hindernis, [...] eine Diskriminierung darstellt“ und „zu Verzerrungen des Wettbewerbs zwischen den Mitgliedstaaten führt.“ (Art. 326 AEUV). Ein geeigneter Weg diesen Umstand in Verstärkter Zusammenarbeit anzugehen und zu lösen ist nicht ersichtlich. Somit verletzt die EU FTS das Binnenrecht auf freien Kapital- und Zahlungsverkehr aus den Art. 63ff und 326 AEUV.

#### **7.1.4 Vereinbarkeit des Richtlinienvorschlags mit etabliertem Sekundärrecht (Verordnungen und Richtlinien)**

Im Kapitel über die Verstärkte Zusammenarbeit wurde festgehalten, dass die Europäische Union ihre Sekundärrechtskompetenzen durch fünf Rechtsakte ausüben kann. Diese sind gem. Art. 288 AEUV Verordnungen, Richtlinien, Beschlüsse, Empfehlungen und Stellungnahmen.

Da bei Verstärkter Zusammenarbeit die *lex posterior derogat legi priori* Regel keine Anwendung findet (vgl. Abschnitt 3.2), bedarf es der Untersuchung, ob bereits etabliertes Sekundärrecht der Umsetzbarkeit des Richtlinienvorschlags zur Einführung der EU FTS aufgrund etwaiger Unvereinbarkeit entgegensteht.

##### **7.1.4.1 Vereinbarkeit mit Richtlinie 2008/7/EG**

Der ursprüngliche Richtlinienvorschlag aus 2011 trug die Überschrift „Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über das gemeinsame Finanztransaktionssteuersystem und zur Änderung der Richtlinie 2008/7/EG“ (Kommission, 2011a, Deckblatt). Die nun aktuelle Fassung des Richtlinienvorschlags basiert auf diesem Vorgänger, erwähnt die Notwendigkeit zur Änderung der Richtlinie 2008/7/EG allerdings nicht länger (vgl. Kommission, 2013a). Hieraus kann die Frage resultieren, inwieweit es zu einer Änderung der Sachlage gekommen ist, dass die Richtlinie 2008/7/EG nicht länger von der Einführung der EU FTS berührt wird.

Die Richtlinie 2008/7/EG wurde unter der Prämisse eingeführt, dass „Die indirekten Steuern auf die Ansammlung von Kapital, ... Ursache von Diskriminierungen, Doppelbesteuerungen und Unterschiedlichkeiten [sind], die den freien Kapitalverkehr behindern.“ (Rat, 2008, Erwägungsgrund 2), weshalb eine Harmonisierung von indirekten Steuern im europäischen Binnenraum angestrebt werden sollte (vgl. ebenda, Erwägungsgrund 3).

Homburg (2010, S. 12) weist darauf hin, dass ein Großteil der Literatur indirekte Steuern danach definiert, „ob eine Identität von Steuerpflichtigem und Steuerträger besteht (direkte Steuern) oder nicht (indirekte Steuern).“ Gleichzeitig verweist Homburg darauf, dass diese Definition irreführend sein kann (vgl. ebenda), da bereits Mann 1929 darauf verwiesen hat, dass die Steuerwirkung mit der ökonomischen Konstellation wechseln kann (vgl. Mann, 1929,

S. 134). In einigen Fällen werden Finanztransaktionen zwischen Nicht-Finanzinstituten als Haupttransaktionsparteien (=Käufer- und Verkäuferposition) unter Beteiligung von Finanzinstituten bei der Abwicklung besteuert werden (vgl. Abschnitt 4). Zur Abfuhr der Steuer werden jedoch die Finanzinstitute, die meist nur als Finanzintermediär an der Transaktion beteiligt sind, verpflichtet (vgl. Abschnitt 4.4). Es sollte folglich Einigkeit darüber bestehen, dass es sich bei der EU FTS um eine indirekte Steuer handelt. Es existiert aber auch die Konstellation, in denen ein Finanzinstitut selbst als Käufer oder Verkäufer in einer besteuerten Finanztransaktion auftritt und somit die von Mann angemahnte Wechselwirkung beinhalten könnte. Hier sollte jedoch erkannt werden, dass es weiterhin die Finanztransaktion ist, die besteuert wird und ein Finanzinstitut schlicht in dem Geschäft zwei Positionen einnimmt: (1) Die Position des Käufers oder Verkäufers und (2) die Position des Finanzinstituts, bei dem die Steuer erhoben wird. Schädlich ist diese Konstellation zur Klassifizierung der Steuer als indirekte Steuer folglich nicht.

Aufgrund der Klassifizierung der EU FTS als indirekte Steuer könnte die Relevanz der Richtlinie 2008/7/EG aus dem Verbot resultieren, indirekte Steuern irgendwelcher Art zu erheben (Rat, 2008, Art. 5 Abs. 2):

- a) auf die Ausfertigung, die Ausgabe, die Börsenzulassung, das Inverkehrbringen von oder den Handel mit Aktien, Anteilen oder anderen Wertpapieren gleicher Art sowie Zertifikaten derartiger Wertpapiere, ungeachtet der Person des Emittenten;*
- b) auf Anleihen einschließlich Renten, die durch Ausgabe von Obligationen oder anderen handelsfähigen Wertpapieren aufgenommen werden, ungeachtet der Person des Emittenten, auf alle damit zusammenhängenden Formalitäten sowie auf die Ausfertigung, Ausgabe oder Börsenzulassung, das Inverkehrbringen von oder den Handel mit diesen Obligationen oder anderen handelsfähigen Wertpapieren.*

Obgleich das Verbot und die Aufzählung in Art. 5 Abs. 2 der Richtlinie 2008/7/EG mit dem Richtlinienentwurf 2013/71/COM zur Einführung der EU FTS unvereinbar sein könnte, sollte berücksichtigt werden, dass Art. 6 Abs. 1 lit. a) Richtlinie 2008/7/EG eine Ausnahme des Besteuerungsverbots aus Art. 5 beinhaltet und den Mitgliedstaaten erlaubt, „pauschal oder nicht pauschal .. Steuern auf die Übertragung von Wertpapieren [zu erheben].“ Diese

Ausnahme geht zurück auf die ursprünglichen Richtlinie 69/335/EWG aus dem Jahre 1969 wonach „pauschal oder nicht pauschal .. Börsenumsatzsteuern [erhoben werden konnten]“ (Rat, 1969, Art, 12 Abs. 1 lit. a)).

Laut Maunz existieren Stimmen unter deutschen Juristen, die aufgrund der abweichenden Wortwahl der Exkulpationsklauseln aus der ursprünglichen Richtlinie 69/335/EWG (vgl. Rat, 1969, Art. 12 Abs. 1 lit. a)) und der nun geltenden Fassung 2008/7/EG (vgl. Rat, 2008, Art. 6 Abs. 1 lit. a)), eine Unvereinbarkeit mit dem Richtlinienvorschlag herleiten (vgl. Maunz, 2010, <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/finanztransaktionssteuer-europaweit-oder-gar-nicht-1.946597-2> [abgefragt am: 24.06.2020].). Im Englischen wird Börsenumsatzsteuer auch mit *financial transaction tax* übersetzt, welches dem deutschen Äquivalent der Finanztransaktionssteuer entspricht. Da nur die ursprüngliche Richtlinie von 1969 erlaubte, eine Börsenumsatzsteuer einzuführen und die jüngste Richtlinie aus 2008 die Übertragung von Wertpapieren erlaubt, wird daraus geschlossen, dass nunmehr ein Verbot zur Einführung der EU FTS aus der Neufassung der Richtlinie abgeleitet werden müsse (vgl. ebenda).

Der EuGH erklärte 1969 im *Stauder Fall* (EuGH, 1969, Entscheidungsgrund 3): „Ist eine Entscheidung an alle Mitgliedstaaten gerichtet, so verbietet es die Notwendigkeit einheitlicher Anwendung und damit Auslegung, die Vorschrift in einer ihrer Fassungen isoliert zu betrachten, und gebietet vielmehr, sie nach dem wirklichen Willen ihres Urhebers und dem von diesem verfolgten Zweck namentlich im Licht ihrer Fassung in allen .. Sprachen auszulegen.“

In der englischen Fassung spricht der Europäische Gesetzgeber sowohl in Art. 12 der Richtlinie 69/335/EWG als auch in Art. 6 der Richtlinie 2008/7/EG davon, dass *transfer taxes* von der Exkulpationsklausel erfasst sind. Die französische Fassung spricht in beiden Richtlinien von *taxes sur la transmission des valeurs mobilières, perçues forfaitairement ou non*. Tatsächlich sind es nur die deutschen Richtlinien, die derart stark in der Wortwahl voneinander abweichen. Es sollte deshalb ersichtlich sein, dass der Gesetzgeber offenbar keine strengeren Regeln mit der Novellierung einführen wollte. Gemäß dieser teleologischen Auslegung ist der aktuelle Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS als Ausnahme aus Art. 6 Richtlinie 2008/7/EG exkulpiert. Der Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS steht deshalb im inhaltlichen Einklang mit Richtlinie 2008/7/EG.



#### 7.1.4.2 Vereinbarkeit mit Richtlinie 2006/112/EG

Weder die Kommission in ihrem Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS (vgl. 2013a), noch die Law Society of England and Wales (vgl. 2013) und der Juristische Dienst der EU (vgl. 2013) äußern Bedenken bezüglich der Vereinbarkeit des Richtlinienvorschlags mit Richtlinie 2006/112/EG. Diesbezügliche Bedenken äußert der deutsche Wissenschaftler Sester, der den Richtlinienvorschlag für unvereinbar mit Richtlinie 2006/112/EG hält (vgl. 2012, S. 529ff).

Die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) war eine Vorgängerin der EU in ihrer heutigen Form, die 1957 gegründet worden ist. Die EWG führte mit Richtlinie 67/227/EWG in 1967 einen umsatzsteuerfreien „Gemeinsamen Markt“ ein (vgl. Rat, 1967, S. 2). Seitdem sind viele Novellen der Richtlinie erlassen worden, von welcher Richtlinie 2006/112/EG die jüngste und aktuell gültige ist. Mit der Richtlinie 2006/112/EG wird den Mitgliedstaaten aufgegeben, die folgenden Transaktionen (umsatz-)steuerfrei zu halten (vgl. Rat, 2006, Art. 135 Abs. 1):

*a) Versicherungs- und Rückversicherungsumsätze einschließlich der dazugehörigen Dienstleistungen, die von Versicherungsmaklern und -vertretern erbracht werden;*

...

*f) Umsätze — einschließlich der Vermittlung, jedoch nicht der Verwahrung und der Verwaltung -, die sich auf Aktien, Anteile an Gesellschaften und Vereinigungen, Schuldverschreibungen oder sonstige Wertpapiere beziehen, mit Ausnahme von Warenpapieren und der in Artikel 15 Absatz 2 genannten Rechte und Wertpapiere;*

Sester argumentiert, dass die Union ihre gesetzgeberischen Befugnisse aus Art. 113 AEUV genutzt hat, und auf welchem der Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS gestützt wird, um den Binnenraum mit Richtlinie 2006/112/EG steuerfrei halten zu wollen (vgl. Sester, 2012, S. 529). Das Argument ist durchaus begründet, wenn bedacht wird, dass der umsatzsteuerfreie Handel eingeführt wurde um „Wettbewerbsbedingungen nicht [zu] verfälsch[en] und de[n] freie[n] Waren- und Dienstleistungsverkehr nicht [zu] hinder[n]“ (Rat, 2006, Erwägungsgrund 4). Zweifelsohne würde die Umsetzung des Richtlinienvorschlags zur Einführung der EU FTS mindestens vorübergehend zur Verfälschung von

Wettbewerbsbedingungen beitragen. Dies liegt darin begründet, dass zunächst nur diejenigen Mitgliedstaaten die Steuer einführen würden, die in Verstärkter Zusammenarbeit kooperieren. Diese Mitgliedstaaten würden sich selbst in einen Wettbewerbsnachteil gegenüber denjenigen Staaten versetzen, die die FTS nicht einführen werden. Zumindest in den Fällen, in denen eine nationale FTS mit wettbewerbsbegünstigenden Regelungen eingeführt worden ist (vgl. Abschnitt 6.2f). Sester betrachtet die Anpassung der Richtlinie 2006/112/EG für notwendig, da die Harmonisierung im Binnenmarkt durch eine Minderheit von Staaten in Verstärkter Zusammenarbeit nicht gestört werden darf (vgl. Sester, 2012, S. 529f). Zur Anpassung der Richtlinie 2006/112/EG bedarf es der einstimmigen Zustimmung aller EU Mitgliedstaaten. Da eine Minderheit in Verstärkter Zusammenarbeit die Einführung der Steuer begrüßt, ist dieses Erfordernis zur Abänderung der Richtlinie 2006/112/EG kaum erreichbar und blockiert somit nach Ansicht Sesters die Einführung des Richtlinienvorschlags vollständig (vgl. ebenda).

Ogleich eine Neigung vorhanden sein könnte, Sesters Argumentation zu folgen, sollte die Substanz der Argumentation in der Begründung kritisch hinterfragt und im Ergebnis abgelehnt werden. Richtlinie 2006/112/EG zielt darauf ab, die „Harmonisierung der Rechtsvorschriften über die Umsatzsteuern im Wege eines Mehrwertsteuersystems [herbeizuführen]“ (Rat, 2006, Erwägungsgrund 4). Mehrwertsteuern sind als Steuern definiert, die auf den Kaufpreis eines konsumierbaren Guts oder eine Dienstleistung aufgeschlagen werden und letztlich vom *Endkonsumenten* getragen werden (vgl. Friedrich-Vache, 2006, S. 208). Ferner bestehen grundsätzlich Erstattungsansprüche gezahlter Steuern (sog. Vorsteuerüberschüsse) von Unternehmern ggü. Finanzämtern. Es sollte deshalb aufgrund der Besteuerung jeder Transaktion durch die EU FTS offensichtlich sein, dass die EU FTS keine Ähnlichkeit zu einer klassischen Mehrwertsteuer aufweist.<sup>63</sup>

Selbst Kritiker, die entgegen dieses Umstands eine ausreichend große Ähnlichkeit zwischen der EU FTS und einer Mehrwertsteuer sehen, sollten einsehen müssen, dass nicht-derivate Finanzprodukte nicht konsumiert werden können. Aktien oder Fonds hören nicht deshalb auf zu existieren, nur weil das entsprechende Finanzprodukt gehandelt oder für längere Zeit in einem Depot gehalten wird. Dabei ist es gerade notwendig, dass von der Steuer

---

<sup>63</sup> Zu Ausgestaltungsdetails der EU FTS wird auf Abschnitt 4 hingewiesen.

konsumierbare Güter erfasst werden, damit sie in den Anwendungsbereich der Richtlinie 2006/112/EG Steuer fallen (vgl. Friedrich-Vache, 2006, S. 208f). Derivative Finanzprodukte, bei denen argumentiert werden könnte, dass diese konsumierbar sind, fallen jedoch gerade nicht den Anwendungsbereich der Richtlinie (vgl. Rat, 2006, Art. 135 Abs. 1).

Als Ergebnis ist deshalb festzuhalten, dass die Richtlinie 2006/112/EG kein Verbot zur Besteuerung von Finanztransaktionen enthält, die unter der EU FTS besteuert werden sollen. Folgerichtig steht der Richtlinienentwurf zur Einführung der EU FTS im Einklang mit den Regelungen aus der Richtlinie 2006/112/EG.

## 7.2 Die Vereinbarkeit des Richtlinienvorschlags mit Internationalem Recht

Bei der Vereinbarkeit des Richtlinienvorschlags zur Einführung der EU FTS mit etabliertem Internationalem Recht<sup>64</sup> bedarf es insbesondere der Betrachtung zweier Steuerausgestaltungsmerkmale. Diese sind das „Ausgabeprinzip“ und das „Gegenparteiprinzip“, die beide Teile des Ansässigkeitsprinzips sind (vgl. Abschnitt 4.1.2).

Unter dem Ausgabe- und Gegenparteiprinzip, welche mit Art. 4 Abs. 1 lit. g) und f) des Richtlinienvorschlags eingeführt werden (vgl. Kommission, 2013a), wird bei Finanzinstituten, die nach klassischen Besteuerungsmerkmalen wie etwa physischer Präsenz oder Geschäftstätigkeit außerhalb des tatsächlichen Territoriums der EU FTS erhebenden Mitgliedstaaten ansässig sind, bei Einschlägigkeit die Fiktion der Ansässigkeit geschaffen und die Finanzinstitute zur Zahlung der EU FTS verpflichtet.

Art. 327 AEUV ist eine Norm aus dem Regelwerk zur Verstärkten Zusammenarbeit und legt den in Verstärkter Zusammenarbeit kooperierenden Mitgliedstaaten auf „ [...] die Zuständigkeiten, Rechte und Pflichten der nicht an der Zusammenarbeit beteiligten Mitgliedstaaten [zu achten]. Diese [nicht beteiligten Mitgliedstaaten] stehen der Durchführung der Verstärkten Zusammenarbeit durch die daran beteiligten Mitgliedstaaten nicht im Wege.“<sup>65</sup> Diese Regelung findet ihren Ursprung im Internationalen Recht, welches allen Staaten auferlegt, die rechtliche und territoriale Hoheit anderer Staaten zu achten. Art. 327 AEUV wird deshalb – als Teil des Europäischen Primärrechts – in diesem Abschnitt zur Vereinbarkeit mit Internationalem Recht inhaltlich thematisiert.

### 7.2.1 Grenzüberschreitende Ausübung hoheitlicher Gewalt

Die Regeln zur grenzüberschreitenden Ausübung hoheitlicher Gewalt sind nicht im unmittelbaren Bezug zum Steuerrecht entwickelt worden, sondern sind inhaltlich aus

---

<sup>64</sup> „Internationales Recht“ wird als eigenständiger Begriff verwendet, vergleichbar mit „Verstärkte Zusammenarbeit“, weshalb eine durchgängige Großschreibung erfolgt.

<sup>65</sup> Die Begriffe „teilnehmend“ und „beteiligt“ in Verstärkter Zusammenarbeit werden synonym verwendet. Dies liegt darin begründet, dass der Gesetzgeber in den Art. 326ff AEUV von „beteiligten Mitgliedstaaten“ spricht, während die Kommission im Richtlinienvorschlag „teilnehmend“ bevorzugt. In dieser Arbeit wird, abgesehen von direkten Zitaten, der Begriff „teilnehmend“ oder „in Verstärkter Zusammenarbeit kooperierend“ verwendet.

Grundsatzurteilen für das Steuerrecht abgeleitet worden (vgl. Müller, 1970, S. 104f). Es war der Ständige Internationale Gerichtshof (StIGH) in Den Haag, der mit der *Lotus Entscheidung* in 1927 ein völkerrechtliches Grundsatzurteil erlassen hat, aus dem Grundregeln zur Ausübung grenzüberschreitender hoheitlicher Gewalt abgeleitet werden können. Der StIGH erklärt, „Selbstverständlich darf jeder souveräne Staat, im Zuge seiner Hoheitsgewalt, im eigenen Territorium Gesetze nach Belieben erlassen“ (StIGH 1927, Rn. 305).<sup>66</sup> Ergänzend erklärt der StIGH, „die erste und wichtigste Beschränkung eines Staates durch Internationales Recht, dass – sofern eine gegenteilige Regelung nicht existiert – der Staat seine hoheitliche Gewalt, egal in welcher Form, nicht im Territorium eines anderen Staates ausüben darf. In diesem Sinne ist rechtliche Hoheit territorial; Sie kann nicht durch einen Staat außerhalb seiner eigenen Grenzen ausgeübt werden, mit Ausnahme vom Internationalen Gewohnheitsrecht oder Übereinkommen“ (StIGH 1927, Rn. 45).<sup>67</sup>

Unter Anbetracht der Ausführungen des StIGH wäre demnach jede Ausübung staatlicher Gewalt im Territorium eines fremden Staates untersagt. Der StIGH informiert ergänzend, dass „dies allerdings nicht bedeutet, dass Internationales Recht einem Staat verbietet, hoheitliche Gewalt in seinem eigenen Territorium auszuüben, wenn der Sachverhalt, auf den sich der Staat bezieht, außerhalb seiner eigenen Grenzen ereignet [...]“ (Ebenda, Rn. 46).<sup>68</sup> In einem solch gelagerten Fall „erstrecken sich die Gesetze und die rechtssprechende Gewalt auf Personen, Eigentum und Handlungen außerhalb des Territoriums [eines Staates]“ (Ebenda).<sup>69</sup> Werden diese Regeln des internationalen Rechts nun auf die EU FTS übertragen, so wird deutlich, dass die Steuer nicht teilnehmende Mitgliedstaaten und andere Drittstaaten binden kann. Durch die Steuerausgestaltungsmerkmale des „Ausgabe-“ und „Gegenparteiprinzip“

---

<sup>66</sup> Übersetzung durch den Autor. Im Original: „Of course, every sovereign State may by virtue of its sovereignty legislate as it wishes within the limits of its own territory“

<sup>67</sup> Übersetzung durch den Autor. Im Original: „the first and foremost restriction imposed by international law upon a State [...] that [is] – failing the existence of a permissive rule to the contrary – it may not exercise its power in any form in the territory of another State. In this sense jurisdiction is certainly territorial; it cannot be exercised by a State outside its territory except by virtue of a permissive rule derived from international custom or from a convention“.

<sup>68</sup> Übersetzung durch den Autor. Im Original: „It does not, however, follow that international law prohibits a State from exercising jurisdiction in its own territory, in respect of any case which relates to acts which have taken place abroad [...]“.

<sup>69</sup> Übersetzung durch den Autor. Im Original: „of their laws and the jurisdiction of their courts [extends] to persons, property and acts outside their territory“.

wird die Fiktion der Ansässigkeit von Finanzinstituten im Territorium des steuererhebenden Mitgliedstaates geschaffen (vgl. Abschnitt 4.1.2 Und 5.2.1). Hierdurch werden Finanzinstitute zu Ansässigen im Territorium des steuererhebenden Mitgliedstaates, welcher diese nun rechtlich in seinem eigenen Territorium binden kann. Dies steht im Einklang mit der vorherigen Ausführung, wonach „der Sachverhalt, auf den sich der Staat bezieht, außerhalb seiner eigenen Grenzen ereigne[n] [...]“ darf. Es ist folglich nicht schädlich, wenn die Finanztransaktion, als die einschlägige rechtliche Handlung bzw. Sachverhalt, außerhalb des Territoriums eines teilnehmenden Mitgliedstaates stattfindet.

Dieses Ergebnis mag durchaus verwundern, da diese juristische Regel von Staaten ausgenutzt werden könnte, um nahezu unbeschränkte hoheitliche Gewalt auszuüben. Deshalb ist die Anwendbarkeit dieses Prinzips aus der *Lotus Entscheidung* auf „die beste und bestgeeignetste [Methode]“<sup>70</sup> beschränkt, um rechtliche Willkür zu vermeiden (StIGH 1927, Rn 46). Der zuvor verwendete Begriff der rechtlichen Willkür wird in der *Lotus Entscheidung* selbst nicht genutzt. Das Erfordernis der umsichtigen Anwendung des Prinzips aus der Lotus Entscheidung ohne Willkür wird u.a. auch durch die UN-Charta aus 1945 ersichtlich. In Art. 2 Abs. 4 heißt es: „Alle Mitglieder unterlassen in ihren internationalen Beziehungen jede gegen die territoriale Unversehrtheit oder die politische Unabhängigkeit eines Staates gerichtete oder sonst mit den Zielen der Vereinten Nationen unvereinbare Androhung oder Anwendung von Gewalt.“

Aus diesem Auszug der UN-Charta wird deutlich, dass es eines besonderen Grundes bedarf, um die territoriale oder politische Hoheit bzw. Souveränität eines Staates zu verletzen und unter diesem Grund gerechtfertigt zu sein. Im Völkerrecht bedarf es einer besonderen Verbindung zwischen dem Grund für die Verletzung der staatlichen Souveränität und dem Sachverhalt, welche gemeinhin „genuine connection“ genannt wird. Da dieser englischsprachige Begriff in der deutschen Rechtssprache gebräuchlich ist, wird dieser unübersetzt aus der Rechtsprechung des Internationalen Gerichtshofs (IGH) übernommen.

Der IGH – als Nachfolger des StIGH – stellte die „genuine connection“ als zwingende Voraussetzung für die grenzüberschreitende Ausübung hoheitlicher Gewalt in der *Nottebohm Entscheidung* aus dem Jahr 1955 vor. Der IGH führte aus, dass „ein Staat .. keinen Anspruch

---

<sup>70</sup> Übersetzung durch den Autor. Im Original: „as best and most suitable“.

darauf [hat], dass die Gesetze, die er erlassen hat, von anderen Staaten geachtet werden, es sei denn [...] dass eine „genuine connection“ zu diesem Staat besteht [...]“ (IGH, 1955, S. 23).<sup>71</sup>

Die Rechtswissenschaftlerin Burmester hat sich der Doktrin des IGH angenommen. Sie schlägt vor, die Stärke einer „genuine connection“ an den Umständen zu messen, die zur Notwendigkeit geführt haben, in den souveränen Rechtsraum eines anderen Staates einzudringen. Nach Burmester kann ein Eindringen in den Rechtsraum gerechtfertigt sein, wenn die „genuine connection“ eine ausreichende Stärke aufweist. Sie unterscheidet drei Formen der Stärke einer „genuine connection“ (vgl. 1993, S 59ff):

1. Eine einfache „genuine connection“ genügt, wenn die Umstände die Existenz eines Staates gefährden oder die Gefährdung von elementarer Bedeutung sind.
2. Es bedarf einer starken „genuine connection“, wenn nicht die Existenz eines Staates gefährdet ist oder die Gefährdung nicht von elementarer Bedeutung ist.
3. Es bedarf einer äußerst starken „genuine connection“, wenn nur sehr spezielle Interessen angesprochen sind.

Müller hatte sich der Thematik der „genuine connections“ bereits in 1970 für das Steuerrecht angenommen. Seiner Ansicht nach kann eine „genuine connection“ im Steuerrecht nur bei einem robusten wirtschaftlichen Zusammenhang zwischen den Umständen im Ausland und den dem steuererhebenden Staat gegeben sein (vgl. Müller 1970, S. 104f). Wird die Ansicht Müllers auf das Gerüst von Burmester übertragen, deutet dies mit dem Interesse an der Besteuerung von Finanztransaktion auf die dritte Form und damit stärkste Form der „genuine connection“ hin. Andere Formen der Stärke der „genuine connection“ im Steuerrecht können schwerlich argumentiert werden, da nicht erkennbar ist, inwiefern bspw. die Existenz eines Mitgliedstaates der Union von der grenzüberschreitenden Erhebung der EU FTS abhängig sein sollte. Dies bedeutet folglich, dass es einer äußerst starken „genuine connection“ bedarf.

---

<sup>71</sup> Übersetzung durch den Autor. Im Original: „a State cannot claim that the rules it has thus laid down are entitled to recognition by another State unless it has [...] [a] genuine connection with the State [...].“

Zustimmung, dass es einer äußerst starken „genuine connection“ bedarf, kann ferner – wenn auch anders oder nicht begründet – bei Tietje et al. (vgl. 2014, S. 11f) oder im Gutachten des Juristischen Diensts der EU (vgl. 2013, Rn. 24) gefunden werden.

Dahm und Hamacher (vgl. 2013, S. 126) empfehlen die Stärke einer „genuine connection“ mit Bezug zum Steuerrecht anhand zweier Kriterien zu ermitteln:

1. Dem wirtschaftlichen Zusammenhang zwischen der steuerbaren Finanztransaktion und dem teilnehmenden Mitgliedstaat in Verstärkter Zusammenarbeit, der die Steuer erhebt.
2. Der Proportionalität der Interessen der beteiligten Parteien: Zum einen das Interesse des Staates, der grenzüberschreitend Steuern in fremden Territorium erheben möchte und zum anderen das Interesse des anderen Staates auf rechtliche Souveränität in seinen eigenen Ländergrenzen.

Wird der Ansatz von Dahm und Hamacher (vgl. 2013, S. 126) unter Berücksichtigung der Ausführungen von Müller (vgl. 1970, S. 104f) und Burmesters Doktrin (vgl. 1993, S. 59ff) angewandt, dann wird es möglich, eine Wertung darüber abzugeben, ob das Eindringen in das Hoheitsgebiet eines fremden Staates zum Zwecke der Steuererhebung gerechtfertigt werden kann. Dies wird in den folgenden Abschnitten untersucht werden.

### **7.2.2 Vereinbarkeit des Ausgabepinzips mit den Regelungen des internationalen Rechts**

Der Juristische Dienst der EU gibt in seiner Einschätzung keine Wertung über die Legalität des „Ausgabepinzips“ in Art. 4 Abs. 1 lit. g) des Richtlinienvorschlags ab. Der Grund hierfür liegt in der Zielsetzung der Beauftragung des Juristischen Diensts: der Juristische Dienst wurde ausschließlich mit der Beurteilung des „Gegenparteipinzips“ beauftragt (vgl. 2013, S. 1f). Insofern kann vermutet werden, dass für die EU das Ausgabepinzip, als bereits existierendes Steuergestaltungsmerkmal,<sup>72</sup> und dessen Rechtmäßigkeit für offensichtlich unstrittig ist.

---

<sup>72</sup> Drittstaaten haben das Steuerausgestaltungsmerkmal des Ausgabepinzips in nationalen Steuern umgesetzt. Hier sind bspw. Frankreich und Italien mit ihrer jeweiligen FTS zu nennen (vgl. Abschnitt 5.2.1 und 6.2).



Gemäß des Ausgabepinzips aus dem Richtlinienvorschlag gilt ein Finanzinstitut als ansässig im Hoheitsgebiet des steuererhebenden Mitgliedstaaten, wenn es „... eine für eigene oder fremde Rechnung oder im Namen einer Transaktionspartei handelnde Partei einer Finanztransaktion mit einem strukturierten Produkt oder einem der Finanzinstrumente ..., das im Hoheitsgebiet dieses Mitgliedstaats ausgegeben wurde, ..., die nicht auf einer organisierten Plattform gehandelt werden [ist]“ (Kommission, 2013a, Art. 4 Abs. 1 lit. g)).

Durch die Ausgestaltung dieser Klausel ist es einem teilnehmenden Mitgliedstaat möglich, FTS zu erheben, selbst wenn keine der an der Transaktion beteiligte Partei tatsächlich ansässig im Sinne von physischer Präsenz oder Geschäftstätigkeit in dessen Hoheitsgebiet ist. Die Verbindung zwischen dem steuererhebenden Staat und dem Finanzinstitut, welches zur Steuerabführung verpflichtet wird, ist der Handel mit einem Finanzprodukt, welches im Hoheitsgebiet des steuererhebenden Staates ausgegeben worden ist.

Folgerichtig bedeutet dies, dass z.B. eine US-amerikanische und chinesische Bank, die untereinander ein deutsches Finanzprodukt handeln, beide verpflichtet würden, EU FTS an die entsprechende Deutsche Behörde zu entrichten (vgl. Kommission, 2013a, Art. 4 Abs. 1 lit. g)). An diesem Beispiel kann der grenzübergreifende Anwendungsbereich der EU FTS mit dem Ausgabeprinzip greifbarer werden. Indes fraglich ist, ob die Ausgabe des gehandelten Finanzprodukts in Deutschland als „genuine connection“ ausreichend stark ist, so dass sich Deutschlands hoheitliche Gewalt in die fremden, souveränen Territorien der USA und China erstrecken darf.

Finanzprodukte sind keine materiellen Güter, sondern verbrieften als immaterielle Güter bestimmte Rechte. Die verbrieften Rechte stehen im direkten Zusammenhang mit der Klientel, das der Herausgeber des Finanzprodukts ansprechen möchte. Etwaige verbrieftete Rechte können bspw. die Zahlung von Zinsen oder Dividenden sein. So werden Aktien häufig aufgrund von Dividendenversprechen und Kurserwartungen erworben, können allerdings gleichzeitig auch Stimmrechte und Eigentum an einem Unternehmen verbrieften (vgl. Gaul, 2009, S. 953ff). Dies kann bedeuten, dass der Erwerber von Aktien bestimmte Rechte erwirbt, die er in dem Territorium eines fremden Drittstaates ausüben kann. Erwirbt bspw. ein in den USA lebender und arbeitender US-Amerikaner die (Stamm-)Aktien eines deutschen Unternehmens, erwirbt er Stimmrechte und Eigentum an einem deutschen Unternehmen in

deutschem Territorium. Damit kann der US-Amerikaner im Rahmen seiner verbrieften Rechte Einfluss auf das deutsche Unternehmen im Hoheitsgebiet von Deutschland nehmen. In diesem Fall kann zumindest als Zwischenergebnis festgehalten werden, dass aufgrund des Sachverhalts des Erwerbs der Aktien eines deutschen Unternehmens mit verbrieften Rechten eine Verbindung zwischen dem in den USA lebenden US-Amerikaner und Deutschland geschaffen worden ist, die als „genuine connection“ existiert.

Die „genuine connection“ in dem vorigen Beispiel, mit dem nicht-derivaten Finanzprodukt der (Stamm-)Aktie, ist laut Literatur als ausreichend stark anerkannt, um eine Besteuerung der Transaktion mittels des Ausgabeprinzips zuzulassen (vgl. Siegle-Hartwig, 2013, S. 446). Diskussion und Streit kann in der Literatur über die Zulässigkeit der Besteuerung von derivaten Finanzprodukten mittels des Ausgabeprinzips gefunden werden (vgl. Siegle-Hartwig, 2013, S. 446). Derivate Finanzprodukte verbrieften meist ein einzelnes bestimmtes Recht. Dieses Recht ist bspw. beim Erwerb einer Finanzoption die Möglichkeit, ein Gut zu einem fest vereinbarten Zeitpunkt zu einem vorher vereinbarten Preis zu kaufen oder zu verkaufen. Zum einen wird in der Literatur diskutiert, ob aus diesem einen Recht eine ausreichend starke „genuine connection“ erwachsen kann und zum anderen, wie der Ausgabe- und Ausübungsort einer Finanzoption ermittelt werden kann und welchen Einfluss dieser auf das Ergebnis ausüben sollte. Es kann nämlich bei Derivaten aufgrund ihres inhärenten Rechts vorkommen, dass keine „genuine connection“ zu dem Hoheitsgebiet ersichtlich ist, in welchem sie ausgegeben wurde. So kann eine Finanzoption in den USA ausgegeben worden sein und erlaubt den Kauf oder Verkauf von Aktien eines deutschen Unternehmens. Dieser schwierigen Situation beim Ausgabeprinzip und dessen Anwendung bei Derivaten hat sich bisher kein (internationales) Gericht inhaltlich angenommen, so dass die Rechtslage ungewiss und umstritten verbleibt (vgl. Siegle-Hartwig, 2013, S. 446).<sup>73</sup>

Keine Zweifel an der Wirksamkeit des Ausgabeprinzips der EU FTS, unter welchem Finanztransaktionen mit nicht-derivaten und derivaten Finanzprodukten besteuert werden, äußern Tietje et al. (vgl. 2014, S. 24). Nach der Ansicht der Rechtswissenschaftler ist der Anwendungsrahmen des Ausgabeprinzips der EU FTS notwendig, um der Steuerflucht und

---

<sup>73</sup> Vielleicht auch deshalb werden in der Praxis unter den nationalen FTS von Frankreich und Italien ausschließlich bestimmte nicht-derivate Finanzprodukte besteuert (vgl. Abschnitt 5.2.1 und 6.2).

anderer Steuervermeidungsmaßnahmen zuvorzukommen. Ferner sei es konsequent, das Ausgabeprinzip nicht nur auf den Handel von nicht-derivaten Finanzprodukten zu beschränken (vgl. ebenda). Eine weitergehende Begründung unter Vortragung einer weitergehenden rechtlichen Argumentation und rechtlichen Rechtfertigungsgründen erfolgt nicht.

Die Argumentation von Tietje et al. ist mit Blick auf die ökonomisch und regulatorisch verfolgten Ziele des Europäischen Gesetzgebers nachvollziehbar (vgl. Abschnitt 5 und 6). Weniger nachvollziehbar wird die Argumentation unter Berücksichtigung von bislang etabliertem internationalem Recht. Im Hinblick auf Rechtssicherheit bedarf es gerade einer substantiierten rechtlichen Begründung und einer äußerst starken „genuine connection“ zur Steuererhebung in fremden, souveränen Territorien (vgl. Abschnitt 7.2.1). Ob die Argumentation von Tietje et al. diesen Ansprüchen genügt, ist deshalb fraglich.

Die Abgabe eines verbindlichen Ergebnisses, welcher Ansicht im Streit um die Anwendbarkeit des Ausgabeprinzips beim Derivatehandel gefolgt werden sollte, kann in dieser Arbeit nicht erfolgen. Dies liegt darin begründet, dass das verbindliche Ergebnis durch ein (internationales) Gericht<sup>74</sup> im Rahmen eines Urteils zur Verfügung gestellt werden wird. Unter Berücksichtigung der vorangegangenen Ausführungen geht die Kommission mit dem weiten Anwendungsrahmen durch Besteuerung von nicht-derivaten und derivaten Finanzprodukten unter dem Ausgabeprinzip aus Sicht des Autors ein rechtliches Risiko ein.

### **7.2.3 Vereinbarkeit des Gegenparteiprinzips mit den Regelungen des Internationalen Rechts**

Nach der Regelung des Gegenparteiprinzips gilt ein Finanzinstitut als im Hoheitsgebiet eines EU FTS erhebenden Mitgliedstaates als ansässig, sofern „es ... für eigene oder fremde Rechnung oder im Namen einer Transaktionspartei handelnde Partei einer Finanztransaktion mit einem anderen gemäß den Buchstaben a, b, c, d oder e in diesem Mitgliedstaat ansässigen Finanzinstitut oder mit einer im Hoheitsgebiet dieses Mitgliedstaates ansässigen Partei, die kein Finanzinstitut ist;“ (Kommission, 2013a, Art. 4 Abs. 1 lit. f)).

---

<sup>74</sup> Dieser könnte bspw. der IGH in Den Haag sein.

Vereinfacht ausgedrückt bedeutet diese „verklausulierte“ Ausführung im Richtlinienvorschlag, dass ein am Geschäft beteiligtes Finanzinstitut im EU FTS erhebenden Staat als ansässig gilt und steuerpflichtig wird, wenn eine einzige an der Transaktion beteiligte Partei in einem EU FTS erhebenden Staat ansässig ist. Der Juristische Dienst der EU (2013, Rn. 18) stellt deshalb diesbezüglich fest, dass hierdurch „Gewalt über Personen in einem geographischen Gebiet ausgeübt wird, das außerhalb des Gebiets liegt, in dem das Gesetz erlassen worden ist.“<sup>75</sup>

Diese abstrakten Ausführungen können anhand eines Beispiels verständlicher werden: Eine US-Amerikanische Bank verkauft Aktien eines US-Amerikanischen Unternehmens über eine US-Amerikanische Handelsplattform an einen deutschen Käufer. In diesem Transaktionsbeispiel gelten die US-Amerikanischen Parteien aufgrund des „Gegenparteiprinzips“ als in Deutschland ansässig, weil der Käufer im EU FTS erhebenden Deutschland ansässig ist. Damit wird die Transaktion EU FTS-pflichtig und das Finanzinstitut (= eigentlich US-Amerikanisch) zur Einbehaltung und Abfuhr der EU FTS an die zuständige deutsche Steuerbehörde verpflichtet (vgl. Kommission, 2013a, Art. 4 Abs. 1 lit. f)). Die Steuerpflicht wird in dem Beispiel folglich ausschließlich aufgrund der Nationalität des deutschen Käufers und dessen Beteiligung an der Transaktion begründet. Insofern ist in Anbetracht dieses Beispiels eine mögliche Skepsis nachvollziehbar, ob das Gegenparteiprinzip unter inhaltlicher Berücksichtigung der Anforderungen an eine „genuine connection“ rechtsgültig sein kann.<sup>76</sup>

Mit Art. 3 Abs. 5 EUV wird verdeutlicht, dass die EU „In ihren Beziehungen zur übrigen Welt ... ihre Werte und Interessen [schützt]. Sie leistet einen Beitrag ... zum Schutz der Menschenrechte, ... sowie zur strikten Einhaltung und Weiterentwicklung des Völkerrechts, insbesondere zur Wahrung der Grundsätze der Charta der Vereinten Nationen.“

Mit diesem direkten Hinweis auf die Charta der Vereinten Nationen wird an dieser Stelle wiederholend auf Art. 2 Abs. 4 der UN-Charta aus 1945 verwiesen, in der es heißt: „Alle

---

<sup>75</sup> Übersetzung durch den Autor. Im Original: “constitute[s] the exercise of jurisdiction over entities located outside the geographical area concerned by the legislation adopted [...]”

<sup>76</sup> Vgl. hierzu die Ausführungen zu einer „genuine connection“ und der Übertragung auf das Steuerrecht in Abschnitt 7.2.1.

Mitglieder unterlassen in ihren internationalen Beziehungen jede gegen die territoriale Unversehrtheit oder die politische Unabhängigkeit eines Staates gerichtete oder sonst mit den Zielen der Vereinten Nationen unvereinbare Androhung oder Anwendung von Gewalt.“

Der EuGH hat in einem Grundsatzurteil aus 2011 festgehalten, dass Art. 3 Abs. 5 EUV verbindlich für die EU gilt und die EU sich somit selbst an die Regeln des Internationalen Rechts gebunden hat (vgl. EuGH, 2011, Rn. 101). Folglich könnte das Gegenparteiprinzip damit im Widerspruch mit den eigens auferlegten Regelungen aus Art. 3 Abs. 5 EUV und denen des Internationalen Rechts stehen.

In diesem Zusammenhang könnte die Tatsache überraschen, dass die Idee hinter dem Gegenparteiprinzip ihren Ursprung im Internationalen Recht hat. Im Internationalen Strafrecht wurde das sog. „active personality principle“ entwickelt. Hiernach darf ein Staat aufgrund der Nationalität des Täters hoheitliche Gewalt im Territorium eines fremden Staates ausüben. Somit dürfte Deutschland aufgrund „der Nationalität des Täters“<sup>77</sup> hoheitliche Gewalt in den USA ausüben (vgl. Watson, 1993, S. 8). Tietje et al. (vgl. 2014, S. 9ff) sehen das „active personality principle“ auch im Zivilrecht anwendbar und erkennen darin die erforderliche „genuine connection“ für den Besteuerungsvorgang. Die Rechtswissenschaftler argumentieren, dass diese Verbindung als „genuine connection“ zwingenderweise als stark genug angesehen werden muss, da die Reichweite des Besteuerungsvorgangs unter dem Ausgabeprinzip unzureichend ist. Demnach sei die EU FTS zur Verwirklichung der eigenen Ziele und zur Vermeidung von Steuerflucht zwingend auf das Gegenparteiprinzip angewiesen (vgl. Tietje et al., 2014, S. 9ff).

Dem Argument von Tietje et al. sollte in einem Punkt zugestimmt werden: die EU FTS wird auf das Gegenparteiprinzip angewiesen sein, um einer möglicherweise eintretende Steuervermeidung bzw. -flucht möglichst effektiv entgegenwirken zu können. Das Entgegenwirken gegen die Steuervermeidung bzw. -flucht ist gerade mit Blick auf die Erreichbarkeit der selbst gesetzten Ziele im Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS von Relevanz. Der Juristische Dienst der EU (vgl. 2013, Rn. 19) stellt diesbezüglich fest, dass die Untersuchung nach der Stärke einer jeden „genuine connection“ die Ziele des

---

<sup>77</sup> Übersetzung durch den Autor. Im Original: „the nationality of the offender“.

Richtlinienvorschlags zu berücksichtigen hat. In diesem Punkt, dass die Ziele des Richtlinienvorschlags in die Evaluation der „genuine connection“ einfließen sollten, stimmen Tietje et al. und der Juristische Dienst der EU folglich im Grundsatz überein.

Die drei Richtlinienziele zur Einführung der EU FTS sind (1) die Harmonisierung der indirekten Steuern auf Finanztransaktion in der Union, (2) die Sicherstellung, dass der Finanzsektor einen Kostenbeitrag zu den Kosten der Finanzkrise beiträgt und (3) die Schaffung geeigneter Hemmnisse für ungewollte, risikoreiche Finanztransaktionen (vgl. Kommission, 2013a S. 2f). Es ist offensichtlich, dass das erste Richtlinienziel, die Harmonisierung der indirekten Steuern auf Finanztransaktionen in der Union, nicht dadurch erreicht werden wird, dass Finanzinstitute in fremden Hoheitsgebieten zur Steuerabfuhr verpflichtet werden können.

Im Hinblick auf das zweite Richtlinienziel, dass der Finanzsektor einen angemessenen Beitrag zu den Kosten der Finanzkrise beitragen soll, bedarf es nicht der Ausübung grenzüberschreitender Gewalt. Ganz im Gegenteil. Jeder Staat hat in der Finanzkrise den eigenen Finanzsektor stützen müssen. Insofern wäre es angemessen, wenn es jedem Staat in seinem eigenen Hoheitsgebiet überlassen bleibt, ob Steuern auf Finanztransaktionen erhoben werden und ob Personen in den individuellen Territorien zur Abfuhr der Steuer verpflichtet werden sollen. Es ist unter Berücksichtigung des zweiten Richtlinienziels schwierig zu begründen, weshalb die US-Amerikanische Bank, aus dem vorherigen Beispiel, Steuern zahlen soll, um einen Beitrag zu den Kosten der Finanzkrise in Deutschland zu leisten. Schließlich war es die US-Regierung, die zur Rettung des eigenen Finanzmarktes Aufwendungen erbringen musste. Somit sollte es auch die US-Amerikanische Regierung sein, die entscheidet, ob Finanzinstitute auf ihrem Finanzmarkt besteuert werden oder nicht. Weshalb es Deutschland im US-Amerikanischen Markt erlaubt werden sollte, eine US-Amerikanische Bank zu besteuern, nur weil das „Gegenparteiprinzip“ greifen würde, wird zumindest zunächst nicht verständlich.

Selbstverständlich ist es passend den Einwand vorzutragen, dass im Zuge globalisierter Märkte eine Verbindung unter den Marktteilnehmern und den Märkten besteht. Tatsächlich hat jedes Finanzinstitut eine gewisse Form von Einfluss auf einen jeden Markt weltweit. Dieser Einfluss kann größer oder kleiner sein. Somit könnte der Einfluss, den ein Finanzinstitut auf die globalisierten Märkte ausübt, die benötigte „genuine connection“ im Hinblick auf eine

erlaubte grenzüberschreitende Besteuerung sein. Wird unterstellt, dass der Einfluss auf die Märkte tatsächlich die benötigte „genuine connection“ darstellt, bedarf es in der Wertung der Stärke der „genuine connection“ auch der Berücksichtigung der Proportionalität der involvierten Interessen.

Zum einen das Interesse des Staates, EU FTS in einem fremden Hoheitsgebiet zu erheben, wodurch ein Beitrag zu den entstandenen Kosten während der Finanzkrise geleistet werden soll. Zum anderen besteht das Interesse des Staates, in dem die Steuer aufgrund fremder Gewalt erhoben werden soll, auf Achtung seiner hoheitlichen Souveränität und damit seinem Recht, dass die Entscheidung über Steuererhebungen in seinem Hoheitsgebiet bei ihm verbleibt. An dieser Stelle darf auf die Ausführungen in Abschnitt 7.2.1 verwiesen werden, wonach die Steuererhebung im fremden Hoheitsgebiet die stärkste Form der „genuine connection“ aufzuweisen hat, um die Verletzung der Souveränität zu rechtfertigen. Diese ist entsprechend derzeitiger Ansicht im Steuerrecht ausschließlich dann gegeben, wenn von der Steuererhebung im fremden Hoheitsgebiet die Existenz des steuererhebenden Staates abhängt. Gerade der Punkt der Existenzgefährdung kann nach über 15 Jahren des Aufkommens der Finanzkrise und bisher keiner daraus resultierenden Staatspleite kaum argumentiert werden. In Abwägung der kollidierenden Interessen sollte deshalb das Interesse an der Wahrung hoheitlicher Souveränität überwiegen. Das zweite Richtlinienziel kann daher keinen ausreichenden Beitrag als rechtliche Grundlage leisten, auf dem die grenzüberschreitende Besteuerung nach dem Gegenparteiprinzip gestützt werden sollte.

Das dritte Richtlinienziel, die Schaffung geeigneter Hemmnisse zur Mitigierung von risikoreichen und ungewollten Finanzgeschäften zur Vermeidung künftiger Krisen (vgl. Kommission, 2013a, S. 2), ist das stärkste Argument, das einen rechtfertigenden Grund bereitstellen könnte, staatliche Gewalt in fremden Hoheitsgebieten auszuüben. Bestimmte Finanzinstitute, insbesondere in dem nicht an der Steuer teilnehmenden Drittland USA, haben stärkere Beiträge im Hinblick auf das Aufkommen der Krise geleistet (vgl. Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 8). Somit beeinflussten diese Akteure mindestens mittelbar die Finanzmärkte der die EU FTS einführenden Mitgliedstaaten der Union. Es besteht somit ein legitimes Interesse der an der EU FTS einführenden Mitgliedstaaten an der Regulierung der Finanzmärkte und der Akteure, um einem etwaigen erneuten Aufkommen einer Krise bestmöglich entgegenzutreten zu können.

Da der Anwendungsbereich des Ausgabepinzips begrenzt ist (vgl. Abschnitt 7.2.2) und das Ansässigkeitsprinzip somit nicht immer in die Finanzmärkte von nicht an der Steuer teilnehmenden Mitgliedstaaten der EU oder Drittländern regulierend eingreifen kann, bedarf es folglich des Gegenparteiprinzips. Erst durch dieses Steuerausgestaltungsmerkmal würde es möglich sein, in einen großen grenzüberschreitenden weltweiten Kreis regulierend wirken zu können und eine höhere Anzahl an Finanztransaktionen besteuern zu können.

Allerdings werden unter der EU FTS nicht ausschließlich Finanztransaktionen besteuert, die risikoreich und systemgefährdend sind, und damit als krisenbegünstigend gelten sollten (vgl. u.a. Abschnitt 4, 5 und 6). Die Steuer erfasst ebenfalls Finanztransaktionen mit langfristigen Investitionen, deren Notwendigkeit für nachhaltiges Wirtschaftswachstum bereits früh in den Wirtschaftswissenschaften argumentiert worden ist (vgl. Keynes, 1936, S. 138ff). Unter Berücksichtigung des Vorschlags des damaligen deutschen Finanzministers Schäuble, zuerst einmal nur nicht-derivate Finanztransaktionen zu besteuern (vgl. DPA, 2014, <http://www.handelsblatt.com/politik/international/milliarden-fuer-deutschen-fiskus-boersensteuer-fuellt-schaeuble-die-kasse/10667296.html> [abgefragt am: 29.06.2020]), verliert das dritte Richtlinienziel, die Schaffung geeigneter Hemmnisse zur Mitigierung von risikoreichen und ungewollten Finanzgeschäften (vgl. Kommission, 2013a, S. 2), seine argumentative Bedeutung. An dieser Stelle darf daran erinnert werden, dass es gerade die derivaten Finanztransaktionen gewesen sind, die das Aufkommen der Weltfinanzkrise und den Zusammenbruch der Märkte verursacht oder zumindest begünstigt haben (vgl. FSA, 2009, S. 106ff; vgl. Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. XXIV).

Folglich sollten solche Transaktionen und solche Akteure reguliert werden, deren Gebaren das Aufkommen einer Krise verursachen oder zumindest begünstigen. Somit sind die „Täter“, um die Worte aus dem „actice personality principle“ zu verwenden, identifiziert. Es gilt allerdings zu berücksichtigen, dass bestimmte Transaktionen und bestimmte Finanzinstitute stärker zu einer Krise beigetragen haben als andere. Einige Finanzinstitute im Sinne der Richtlinie (vgl. Kommission, 2013a, Art. 2 Abs. 1 Nr. 8) tragen keinerlei Verantwortung und werden nicht



„Täter“ sein.<sup>78</sup> Die EU FTS besteuert jedoch alle Finanzinstitute in gleicher Weise. Deshalb ist es schwierig, die Verantwortung allen Finanzinstituten zu gleichen Lasten aufbürden zu wollen, zumindest, wenn dies die Ausübung hoheitlicher Steuergewalt über „Täter“ in fremdem Hoheitsgebiet rechtfertigen soll. Denn sollte die Verletzung der rechtlichen Hoheit eines souveränen Staates unter dem Gegenparteiprinzip durch das dritte Richtlinienziel gerechtfertigt sein, würde dies zu einer problematischen rechtlichen Situation beitragen: Eine solche Rechtfertigung würde anderen Staaten ebenfalls die Möglichkeit eröffnen, nationale Rechtsnormen zu erlassen, deren materielle Bestimmungen in fremden Hoheitsgebieten Gültigkeit hätten. Das Argument, dass eine grenzüberschreitende rechtliche Wirkung unter regulatorischer Sicht zur Vermeidung potenzieller zukünftiger (nationaler) Krisen notwendig ist, würde in beide Richtungen Gültigkeit haben müssen. Hierdurch würde ein Zustand geschaffen, in denen Staaten die Souveränität anderer Staaten regelmäßig verletzen könnten. Dies könnte in einem Zustand rechtlicher Willkür resultieren und dieses Ergebnis ist insbesondere im Hinblick auf die in Art. 2 Abs. 4 UN-Charta normierte „territoriale Unversehrtheit oder die politische Unabhängigkeit“ nicht hinnehmbar.

Der Juristische Dienst der EU (vgl. 2013, Rn. 22) gelangt trotz andersartiger Begründung im Ergebnis zur inhaltlich gleichgelagerten Einschätzung. Er kritisiert, dass die an der EU FTS teilnehmenden Mitgliedstaaten in der Beweispflicht sind und gerade nicht den Beweis haben erbringen können, dass ihre Interessen ausreichend gefährdet sind. Deshalb sei die grenzüberschreitende Ausübung hoheitlicher Gewalt unter dem Gegenparteiprinzip durch die Richtlinienziele nicht gerechtfertigt (vgl. ebenda).

Das Argument der Kommission im Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS (2013a, S. 4), dass das Gegenparteiprinzip notwendig sei, um „Steuerungsumgehungsmaßnahmen, Wettbewerbsverzerrungen und Verlagerungen in andere Steuergelände vorzubeugen [...]“, und welches auch Tietje et al. anführen (vgl. 2014, S. 9ff), ist kein rechtliches Argument, welches rechtfertigende Wirkung entfalten kann (vgl. Juristischer Dienst der EU, 2013, Rn. 23).

---

<sup>78</sup> Allein aus zeitlicher Sicht kann ausgeschlossen werden, dass heute unter der EU FTS besteuerte Finanzinstitute „Täter“ sind, wenn es sich bspw. um „junge“ Finanzinstitute aus der Zeit nach der Krise handelt.

#### **7.2.4 Vereinbarkeit der grenzüberschreitenden Besteuerung mit Internationalem Recht durch die „Escape Klausel“**

Die Kommission scheint sich bewusst zu sein, dass das Ausgabe- und Gegenparteiprinzip als Teil des Ansässigkeitsprinzips bedenkliche Ausmaße aufweist und in der Ausgestaltung an die Grenzen des rechtlich Erlaubten stößt. Wohl deshalb sieht der Richtlinienvorschlag mit der „Escape Klausel“ in Art. 4 Abs. 3 eine Exkulpationsfunktion vor, wodurch die Anwendbarkeit der Richtlinie abbedungen werden kann (Kommission, 2013a): „Ungeachtet der Absätze 1 und 2 gilt ein Finanzinstitut oder eine Person, die kein Finanzinstitut ist, im Sinne dieser Absätze nicht als ansässig, wenn der Schuldner der Finanztransaktionssteuer nachweist, dass zwischen der wirtschaftlichen Substanz der Transaktion und dem Hoheitsgebiet eines teilnehmenden Mitgliedstaates kein Zusammenhang besteht.“

Bereits in Abschnitt 4.1.3 wurde auf diese Klausel und ihre offenbar unzureichende Ausgestaltung hingewiesen. Rechtswissenschaftler (vgl. Cortez und Vogel, 2013, S. 1003), die Law Society of England and Wales (vgl. 2013, Rn. 6.7) und der Juristische Dienst der EU (vgl. 2013, Rn. 25) haben deshalb in Veröffentlichungen Zweifel an der Rechtswirksamkeit der sog. „Escape Klausel“ geäußert. Der Juristische Dienst der EU ging in seiner Einschätzung sogar so weit darüber zu informieren, dass es unnötig sei, sich lange mit der „Escape Klausel“ aufzuhalten, da diese evidenterweise keine rechtfertigende Wirkung haben könne (vgl. ebenda).

Cortez und Vogel (vgl. 2013, S. 1003) halten die Klausel für unwirksam, da die Begriffe der „wirtschaftlichen Substanz“ und die Art und der Umfang des erforderlichen Exkulpationsbeweises nicht hinreichend bestimmt sind. Diesem Ansatz folgt die Law Society of England and Wales in ihrer Einschätzung, indem darauf hingewiesen wird, dass es Klärungsbedarf zu Begrifflichkeiten und deren inhaltlichen Umfang gäbe (vgl. 2013, Rn. 6.7). Der Juristische Dienst der EU folgt einem anderen Ansatz. Durch die Ausgestaltung und Formulierung der Europäischen Verträge lastet die Bürde auf der EU, dass sichergestellt sein muss, dass Rechte gewahrt bleiben und eine verhältnismäßige Steuergesetzgebung erfolgt (vgl. Juristischer Dienst der EU, 2013, Rn. 25). Ergänzend zu den Ausführungen des Juristischen Diensts ist daran zu erinnern, dass dieses Erfordernis dadurch an Bedeutung gewinnt, da die EU FTS unter der Verstärkten Zusammenarbeit eingeführt werden soll. Durch die

Formulierung der Klausel würde die Beweislast umgekehrt und die Finanzinstitute müssten nachweisen, dass die Gesetzgebung gegen geltendes Recht verstößt und unverhältnismäßig ist.

Dieser Beweis, dass mit dem Ausgabe- und Gegenparteiprinzip nicht gegen geltendes Recht verstoßen wird und diese Prinzipien verhältnismäßig sind, scheint unter Berücksichtigung der bisherigen Ausführungen dieser Arbeit von dem Europäischen Gesetzgeber nicht erbracht werden zu können. Diese Unmöglichkeit der Beweiserbringung erlaubt es der EU jedoch nicht, die Beweislast von sich abzuwälzen. Es sollte stets bewusst bleiben, dass durch die Richtlinie, als Teil des Europäischen Sekundärrechts, nicht die Regelungen aus den Verträgen, als Teil des Europäischen Primärrechts, abgeändert werden können. Folgerichtig wird durch die Umsetzung des Ausgabe- und Gegenparteiprinzips eine rechtliche Unsicherheit geschaffen, die eine Klage von Gegnern der EU FTS nach deren derzeitig geplanten Einführung vor dem EuGH sehr wahrscheinlich erscheinen lässt.<sup>79</sup>

Im Ergebnis gilt es festzuhalten, dass der Europäische Gesetzgeber mit der „Escape Klausel“ eine unzulässige Beweislastumkehr anstrebt und aus dieser keine exkulperende Rechtswirkung resultieren kann. Somit kann zur Rechtfertigung der Rechtmäßigkeit der grenzüberschreitenden Steuerausgestaltungsmerkmale des Ausgabe- und Gegenparteiprinzips nicht auf die „Escape-Klausel“ abgestellt werden.

### **7.2.5 Vereinbarkeit des Ausgabe- und Gegenparteiprinzips mit Art. 327 AEUV**

Die Bestimmungen des Art. 327 AEUV binden unmittelbar die Mitgliedstaaten der EU, die in Verstärkter Zusammenarbeit kooperieren. Da in diesem Zusammenhang allerdings mit dem Ausgabe- und Gegenparteiprinzip Steuerausgestaltungsmerkmale mit Bezug zum Internationalen Recht zu thematisieren sind, die inhaltlich in den Abschnitten 7.2.1ff adressiert worden sind, erfolgt die Einschätzung dieser Europäischen Primärrechtsnorm bewusst in diesem Abschnitt zum Internationalen Recht.

---

<sup>79</sup> Insbesondere, da UK zuvor gegen die Einführung der EU FTS in Verstärkter Zusammenarbeit vor dem EuGH geklagt hat. Der EuGH hat die Klage als verfrüht zurückgewiesen, stellte jedoch klar, dass sich mit den Punkten zu einem späteren Zeitpunkt auseinandersetzen sei (vgl. EuGH, 2014a, Rn. 30ff)

Art. 327 AEUV enthält die Auflage, dass „Eine Verstärkte Zusammenarbeit .. die Zuständigkeiten, Rechte und Pflichten der nicht an der Zusammenarbeit beteiligten Mitgliedstaaten [achtet]. Diese stehen der Durchführung der Verstärkten Zusammenarbeit durch die daran beteiligten Mitgliedstaaten nicht im Wege.“

Diese Bestimmung bedeutet, dass die Verstärkte Zusammenarbeit nicht die Rechte der nicht in Verstärkter Zusammenarbeit kooperierenden Mitgliedstaaten einschränken darf. Dies bedeutet, dass bei den nicht kooperierenden Mitgliedstaaten das Recht erhalten bleiben muss, eigene nationale Steuergesetze zu erlassen (vgl. Juristischer Dienst der EU, 2013, Rn. 35). Dies wäre insbesondere dann problematisch, wenn der Erlass nationaler Steuergesetze in Konkurrenz zu den Bestimmungen der EU FTS stehen würde. Bereits in Abschnitt 7.1.3.3 wurde festgehalten, dass eine aus der Konkurrenz entstehende Doppelbesteuerung nicht mit den Bestimmungen des Europäischen Primärrechts vereinbar ist und dieser Umstand im regulatorischen Wettbewerb von den nicht kooperierenden Mitgliedstaaten ausgenutzt werden kann.

Die angesprochene Doppelbesteuerung, welche zwangsweise aus der Konkurrenz der EU FTS und existierender nationaler Finanztransaktionssteuerbestimmungen entsteht, ist somit nicht nur unter den Regeln des Binnenmarktrechts bezüglich des freien Verkehrs von Kapital und Zahlungen unerlaubt (vgl. Abschnitt 7.1.3.3), sondern auch unter Art. 327 AEUV. Das Ausgabe- und Gegenparteiprinzip kann Kreditinstitute in fremden Hoheitsgebieten rechtlich binden und der EU FTS unterwerfen. Dies bedeutet, dass die Gewalt über Steuerregelungen im eigenen Hoheitsgebiet zu entscheiden nicht mehr bei dem entsprechenden Staat selbst liegt. Stattdessen liegt die Gewalt bei den an der EU FTS teilnehmenden Staaten, die grenzüberschreitende Gewalt ausüben. Mit Blick darauf, dass die Steuergesetzgebung und die auszuübende Gewalt grundsätzlich in die Kompetenz jedes einzelnen Mitgliedstaats fällt (vgl. Abschnitt 7.1.1), resultiert aus der Einführung der EU FTS eine hieraus unzulässige Abänderung dieses Zustands.

Die Feststellung der Kommission, dass nicht jeder Fall von Doppelbesteuerung vermieden werden kann (vgl. Kommission, 2013b. S. 5), kann in diesem Fall gar als ein Geständnis gewertet werden, dass die EU FTS nicht im Einklang mit den Regelungen des Art. 327 AEUV

steht. Ergänzend des Umstands, dass die Steuereinnahmen aus der EU FTS in das Budget der steuererhebenden Staaten und gerade nicht das Budget des Staates fließen werden, in dessen Gebiet die hoheitliche Gewalt ausgeübt wird, „geht die Steuer [wirtschaftlich und rechtlich] weit über die Pflicht hinaus, mit der Verstärkten Zusammenarbeit nicht zu behindern“<sup>80</sup> (Juristischer Dienst der EU, 2013, Rn. 38).

### **7.2.6 Die Durchsetzung des Steueranspruchs**

Wichtig – allerdings nicht ausschlaggebend im Hinblick auf die Umsetzbarkeit und Einführung der EU FTS – ist die Durchsetzbarkeit des Steueranspruchs. Während in den vorherigen Abschnitten die Rechtmäßigkeit der Steuererhebung durch die steuereinführenden Mitgliedstaaten als eine Angelegenheit des materiellen Rechts thematisiert wurde, ist ergänzend die Durchsetzbarkeit des Steueranspruchs als Angelegenheit des formellen Rechts zu thematisieren. Insbesondere der Punkt, wie die steuerhebenden Mitgliedstaaten den Steueranspruch durchsetzen wollen, gilt es zu thematisieren.

Genauso wie die grenzüberschreitende Steuererhebung in fremden Hoheitsgebieten eine Angelegenheit des Internationalen Rechts ist, ist es auch die Durchsetzbarkeit eines Anspruchs (vgl. Dahm und Hamacher, 2013, S. 127). Aus rechtlicher Sicht handelt es sich sowohl bei der Steuererhebung als auch bei der Durchsetzung des Steueranspruchs um die Ausübung hoheitlicher Gewalt im Territorium eines souveränen Staats (vgl. ebenda). Im Hinblick auf das Ansässigkeitsprinzip mit dem Ausgabe- und Gegenparteiprinzip bedeutet dies, dass eine Übertragung von hoheitlicher Gewalt auf ein fremdes Finanzinstitut erfolgt und dieses gebunden wird (vgl. Dahm, 1996, S. 1286ff). Dies wird mit Blick auf Art. 10 des Richtlinienvorschlags (vgl. Kommission, 2013a) nachvollziehbar, der Finanzinstitute dazu verpflichtet, die Steuer einzubehalten und an der entsprechenden Behörde des steuererhebenden Mitgliedstaates weiterzuleiten. Hierfür werden die Finanzinstitute haftbar gemacht (vgl. ebenda). Dies bedeutet bspw., dass Deutschland seine hoheitliche Gewalt durch ein Finanzinstitut in den USA auszuüben gedenkt, das außerhalb des eigenen Hoheitsgebiets von Deutschland liegt.

---

<sup>80</sup> Übersetzung durch den Autor. Im Original: “goes [economically and legally] far beyond their duty not to impede [using] [...] enhanced cooperation.”

Offenkundig scheint dieses Ausgestaltungsmerkmal im Konflikt mit Art. 2 Nr. 7 UN-Charta (1945) zu stehen, wonach „Aus dieser Charta .. eine Befugnis ... zum Eingreifen in Angelegenheiten, die ihrem Wesen nach zur inneren Zuständigkeit eines Staates gehören ..., nicht abgeleitet werden [kann];“. Dabei ist die Ausübung hoheitlicher Gewalt in ihrem Wesen stets eine Angelegenheit, die in die innere Zuständigkeit eines Staates in seinem Territorium fällt. Diese ist Teil des Gewaltenmonopols, das bei dem Staat in seinem eigenen Territorium liegt. Folglich gelten stets die Regelungen aus dem Vollstreckungsrecht des jeweiligen Staats und sind anzuwenden (vgl. Heintze, 1998, S. 163ff). Diese Regelungen verbieten folglich jede Ausübung von fremder, hoheitlicher Gewalt in einem Territorium, das nicht das eigene ist (vgl. ebenda).

In der Literatur besteht die Ansicht, dass die Durchsetzung eines Steueranspruchs (= Teil des formellen Rechts) in fremden Hoheitsgebiet ein stärkeres Eindringen in die hoheitliche Souveränität eines Staates wäre, als die Erhebung der Steuer (= Teil des materiellen Rechts) in diesem fremden Staat (vgl. Vogel, 2008, Vorwort Rn. 16). Insofern würde der hoheitliche Akt der Durchsetzung des Steueranspruchs gegen „die erste und wichtigste Beschränkung eines Staates durch Internationales Recht [verstoßen], dass ... der Staat seine hoheitliche Gewalt, egal in welcher Form, nicht im Territorium eines anderen Staates ausüben darf.“<sup>81</sup> (StIGH, 1927, Rn. 45). Während nach dieser Regelung aus dem Urteil des StIGH im materiellen Recht eine Ausübung von hoheitlicher Gewalt unter einer ausreichend starken „genuine connection“ gerechtfertigt werden kann (vgl. Abschnitt 7.2.1), besteht diese Möglichkeit im formellen Recht nicht.

Dadurch, dass einige Staaten Bedenken im Hinblick auf den weiten Anwendungsbereich der EU FTS geäußert haben (vgl. Sieling, 2012, S. 2f), wird eine gewisse Zurückhaltung erwartet werden können, wenn diese Länder ggf. um Rechtshilfe bei der Steuereintreibung von den EU FTS einführenden Staaten gebeten werden. Sicherlich bestehen Rechtshilfeabkommen mit einigen Staaten und diese werden nicht die politischen und wirtschaftlichen Beziehungen mit einer Ablehnung der Anfrage auf Unterstützung bei der Steuereintreibung riskieren wollen. Es

---

<sup>81</sup> Übersetzung durch den Autor. Im Original: “the first and foremost restriction imposed by international law upon a State .. that ... it may not exercise its power in any form in the territory of another State.”

ist allerdings fraglich, ob Länder wie bspw. die USA, China, Honduras oder Thailand, die selbst eine gewisse Macht ausüben können oder für die die politischen und wirtschaftlichen Beziehungen eine untergeordnete Rolle einnehmen, ebenfalls die Steuereintreibungsbemühungen der EU FTS erhebenden Staaten unterstützen werden.

## Teil B (B.2): Die Kapitalmarktunion

---

### 8 Einleitung

---

Das Interesse der Politik an der Regulierung der Finanzmärkte war zu Zeiten der Weltwirtschaftskrise von 2007 groß. Zum einen, um dem öffentlichen Aufschrei nach geforderter Regulierung gerecht zu werden, in der Absicht, dass sich eine solche Krise nicht wiederholen würde. Zum anderen, um Wirtschaftsakteure zu bestrafen und diese an den Kosten der Folgen der Krise zu beteiligen (vgl. Kommission, 2013a, S. 2). Hierzu handelte die Politik nicht nur auf nationaler Ebene regulatorisch,<sup>82</sup> sondern auch gemeinschaftlich auf Ebene der Europäischen Staatengemeinschaft, u.a. mit dem Projekt der EU FTS (vgl. ebenda).

Seit Beginn der Wirtschaftskrise sind etwa 15 Jahre und seit dem letzten Entwurf zur Einführung der Europäischen Finanztransaktionssteuer über 9 Jahre vergangen. Mit der sich abzeichnenden Erholung der Wirtschaft von der Weltwirtschaftskrise und ihren Folgen, kann eine Verlagerung des öffentlichen Fokus, weg von der Bestrafung von Wirtschaftsakteuren und der Regulierung von Märkten, hin zu anderen Themen erkannt werden. Insbesondere auch als Folge der Covid19-Pandemie herrscht in der Öffentlichkeit die Sorge um die Wirtschaft und das Ankurbeln der Märkte und die schnelle wirtschaftliche Erholung ist derzeit gewünscht (vgl. Grieve und Hildebrand, 2020, <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/finanzminister-zu-corona-hilfen-olaf-scholz-wir-werden-die-wirtschaft-nicht-haengen-lassen/25648762.html?ticket=ST-4603206-TG3PnJ1Jj1sZiZQyThSp-ap2> [abgefragt am: 30.06.2020]).

Mit dem Wunsch der Öffentlichkeit auf eine schnelle wirtschaftliche Erholung ist auch eine Verschiebung des öffentlichen Fokus einhergegangen, der als ein Abklingen des öffentlichen Interesses an Regulierung und Bestrafung bestimmter Wirtschaftsakteure wahrgenommen werden kann. Diese Verschiebung des öffentlichen Fokus hat offenbar auch die Politik wahrgenommen, indem eine Verschiebung hin zu einem wirtschaftsfreundlicheren Kurs eingeleitet worden ist. Dabei wird dieser wirtschaftsfreundlichere Kurs nicht ausschließlich auf

---

<sup>82</sup> In Deutschland erfolgte bspw. die Einführung der Mindestanforderung an das Risikomanagement (MaRisk) als Konkretisierung des § 25 KWG oder der Erlass des BilMoG.



nationaler politischer Ebene verfolgt, sondern auch auf Ebene der Europäischen Staatengemeinschaft. Diese politische Neuausrichtung erfolgt in der aktuellen wirtschaftsgebeutelten Zeit ohne bemerkenswerte kritische mediale Berichterstattung oder besonderen Widerstand der Öffentlichkeit.

Bereits in 2014 erfolgte die Einleitung hin zu einem wirtschaftsfreundlicheren Kurs, als die Europäische Kommission ihre Idee zur Etablierung einer Kapitalmarktunion vorstellte. Einen erhöhten Fokus legte die Kommission auf die Identifizierung und Umsetzung von Maßnahmen, die ein Wirtschaftswachstum, die Schaffung von Arbeitsplätzen und eine Steigerung von Investitionen innerhalb des Wirtschaftsraumes der Europäischen Union potenziell zur Folge haben. Dieser Fokus ist im sog. Action Plan der Europäischen Union aus 2015 dokumentiert, in dem die Europäische Union über ihre Absicht informiert, die Kapitalmarktunion in den kommenden Jahren zu etablieren (vgl. Kommission, 2015b, S. 7).

## **9 Der Plan der EU zur Etablierung der Kapitalmarktunion**

---

In der Zeit nach der Weltwirtschaftskrise wurden oftmals große Finanzinstitute als Verursacher der Krise ausgemacht. Insbesondere die Banken rückten in den Fokus der Öffentlichkeit. Zum einen wurden kurzfristige und spekulative Geschäfte von Banken als zumindest zur Krise beitragend identifiziert, zum anderen die Entwicklung von neuartigen Finanzprodukten (vgl. FSA, 2009, S. 11ff; vgl. The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 27ff). Der gängige Tenor in der Berichterstattung war, dass Banken die Finanzprodukte bewusst so kompliziert gestaltet hatten, um bestimmte risikobehaftete kurzfristige und spekulative Komponenten im Produkt zu verstecken und dies in einem Maß gelang, dass selbst fachkundige Dritte die dahinterliegende Ausgestaltung von Produkten kaum oder gar nicht verstanden haben (vgl. Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 7 und 42ff).

Als in der Weltwirtschaftskrise ein Wertverfall einiger solcher Finanzprodukte bis hin zur totalen Wertlosigkeit eintrat, hatte dies unmittelbar für die Investoren und mittelbar für die gesamte Wirtschaft unerwünschte Auswirkungen. Einige Investoren, zu denen auch Banken im Rahmen des Eigenhandels selbst gehörten, führten an, dass die Produkte im Vertrauen auf die Emittenten, das Rating und im Hinblick auf Renditeaussichten gekauft worden waren (vgl. Leue, 2018, <https://www.deutschlandfunk.de/beginn-der-finanzkrise-vor-zehn-jahren->

[eine-bankenpleite.724.de.html?dram:article\\_id=428212](http://eine-bankenpleite.724.de.html?dram:article_id=428212) [abgefragt am: 30.06.2020]). Der Werteverlust der Finanzprodukte führte einige Banken in die Insolvenz. Banken begannen daraufhin Investoren und anderen Banken nicht länger zu vertrauen, was in einer restriktiveren Geldvergabepolitik resultierte. Die restriktivere Geldvergabepolitik verursachte Liquiditätsengpässe bei Investoren und Banken, welche wiederum im schlimmsten Fall selbst Insolvenz anmelden mussten (vgl. bpb, 2017c, <https://www.bpb.de/politik/hintergrund-aktuell/252866/finanzkrise-2007> [abgefragt am: 30.06.2020]). In vereinfachter Form dargestellt resultierte aus dem Vertrauensverlust ein Schneeballsystem, dass das weltwirtschaftskrisenauslösende Versagen des Finanzmarktes verursachte.

Aus der Weltwirtschaftskrise identifizierte die EU zwei zentrale Resümees (vgl. Kommission, 2015a, S. 2 und Anlage 2):

1. Die kurzfristigen und spekulativen Geschäfte sind mit Blick auf eine gesündere Realwirtschaft nicht gewünscht. Es sollen mittel- und langfristige Investitionen im EU Raum durch Nutzung regulatorischer Möglichkeiten forciert werden.
2. Banken haben in der Weltwirtschaftskrise versagt. Mit Einsetzen der Weltwirtschaftskrise ist ein Vertrauensverlust bemerkt worden, der in restriktiveren Geldvergabepolitik der Banken resultierte und damit das Versagen von Märkten begünstigt und Kriseneffekte verschärft hat. Die restriktivere Geldvergabepolitik der Banken hat die Abhängigkeit von Investitionen und Investoren von Banken offenbart. Ein Kapitalmarkt, auf dem neben Banken auch andere Teilnehmer, die nicht im gleichen Maße wie Banken reguliert werden, Kapital zur Verfügung stellen, könnte Investitionen begünstigen und im Falle einer erneuten Krise und ein erneutes Versagen der Banken auffangen und die Wirtschaft stabil halten.

Die Stärkung der Kapitalmärkte im Binnenraum will die EU im Rahmen ihrer gesetzgebenden Kompetenz einleiten, da „... die Kapitalmärkte nach wie vor fragmentiert und überwiegend national ausgerichtet [sind].“ (Kommission, 2015a, S. 4). In dem Grünbuch von 2015 führt die Kommission aus, dass „Die Kapitalmarktunion .. nicht mithilfe einer einzelnen Maßnahme erreicht werden [kann]“, sondern im Rahmen eines Maßnahmenkatalogs umgesetzt werden soll (vgl. Kommission, 2015a, S. 2).

Die von der Kommission gerügte Fragmentierung und nationale Ausrichtung wird mit einem Blick auf die nationalen Kapitalmärkte im EU Raum nachvollziehbar: Einige – auch ehemalige – Europäische Mitgliedstaaten, wie bspw. das Vereinigte Königreich, haben größere Kapitalmärkte mit komplexeren Strukturen als andere Mitgliedstaaten (vgl. Anderson et al., 2015, S. 9ff). Aufgrund der Tatsache, dass mittels der Kapitalmärkte in den USA bis zu fünfmal so viele Mittel wie auf den Kapitalmärkten der EU zu Verfügung gestellt werden (vgl. Kommission, 2015b, S. 2), folgen die Europäischen Mitgliedstaaten zusehends dem US-amerikanischen Vorbild und passen die eigenen Kapitalmärkte in ihrer Struktur an. Erhofft wird durch die Anpassung die Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der eigenen Kapitalmärkte, um dadurch nationale und insbesondere internationale Investoren anzulocken (vgl. Pesendorfer, 2015a, S. 205).

Die Europäische Kommission unterstützt die Bestrebungen der EU Mitgliedstaaten, indem bereits im Frühjahr 2015 erste Konsultationen angesetzt worden waren, um das Fundament für die Umsetzung der Kapitalmarktunion (KMU) zu legen (vgl. Kommission, 2015a, S. 1).

## 9.1 Kapitalmärkte

Im Hinblick auf die Absicht der EU zur Etablierung einer Kapitalmarktunion im Binnenraum und nachfolgenden Analysen, kann es sinnvoll sein, zentrale Begrifflichkeiten zu definieren. Dies trifft insbesondere auf die Begrifflichkeit der Kapitalmärkte zu, da eine einheitliche und allgemeingültige Definition des Kapitalmarktes, bzw. welche Märkte unter dem Übergriff des Kapitalmarktes subsumiert werden, unauffindbar in der einschlägigen Literatur ist und auch nicht von der EU zur Verfügung gestellt wird.

Für diese Arbeit ist deshalb eine eigene Darstellungsform herausgearbeitet worden. Basis ist die nachfolgende Grafik, die einen Überblick über die verschiedenen Arten von Märkten erlaubt, auf denen Finanzmittel bzw. -instrumente gehandelt werden, sowohl kategorisch als auch hierarchisch:

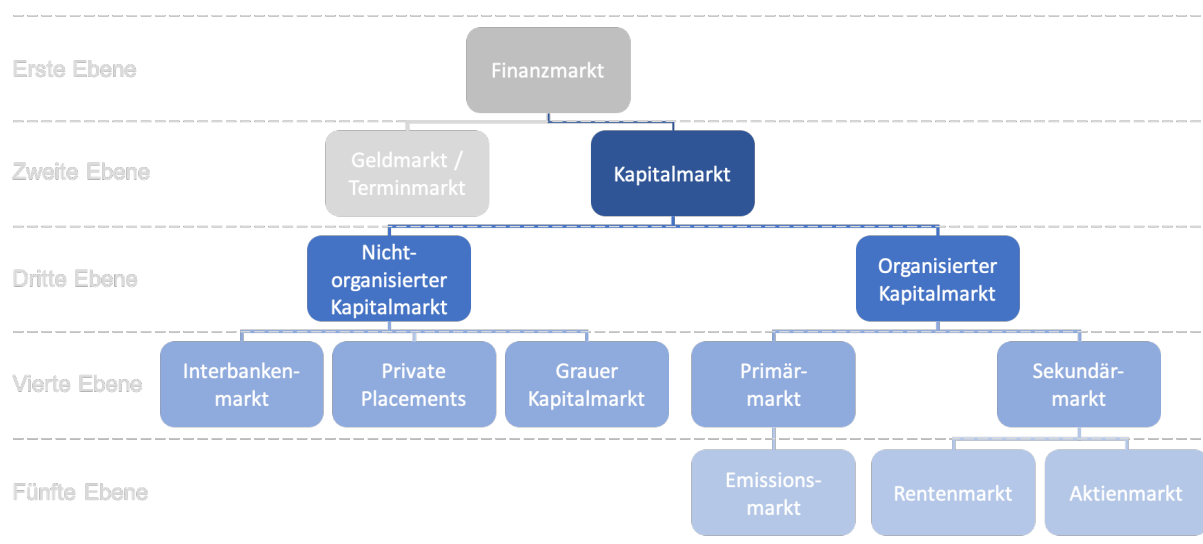


Abbildung 8: Hierarchie Darstellung der Kapitalmärkte (Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Informationen von Spindler, 1960, S. 32ff; Kruse, 2014, S. 66; BaFin, 2014, [https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Investieren/GrauerKapitalmarkt/grauer\\_kapitalmarkt\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Investieren/GrauerKapitalmarkt/grauer_kapitalmarkt_node.html) [abgefragt am: 30.06.2020]).

Der Finanzmarkt steht in der Hierarchie der Märkte, auf denen Finanzmittel bzw. -instrumente gehandelt werden, auf oberster Ebene (vgl. Abbildung 9). Wie (nahezu) jeder andere Markt, auf dem Güter gehandelt werden, übernimmt der Finanzmarkt drei Funktionen (vgl. Pape, 2008, S. 11f): (1) Mittels der „Koordinationsfunktion“ bietet der Markt Kapitalgebern und -nehmern einen Platz, an dem Anbieter und Nachfrager zueinander finden können, um Handel zu betreiben. (2) Durch die „Allokationsfunktion“ wird Angebot und Nachfrage bestmöglich ausgeglichen. Der Preis des Kapitals auf dem Markt informiert dabei über dessen Verfügbarkeit und bildet die Grundlage für die Allokation. (3) Die „Auswahlfunktion“ entsteht durch Zugangsbeschränkungen für Anbieter und Nachfrager auf den Markt. Hierdurch wird die Qualität der handelnden Akteure und das Handelsvolumen gesteuert.

Der Geldmarkt/ Terminmarkt und der Kapitalmarkt stehen auf zweiter Ebene. Auf dem Geldmarkt/ Terminmarkt werden meist kurzfristige Finanzgeschäfte zwischen Finanzakteuren abgeschlossen. Zu den kurzfristigen Finanzgeschäften können bspw. Tages- und Termingelder oder auch der Wechsel gezahlt werden. Auf dem Kapitalmarkt werden vornehmlich – allerdings nicht ausschließlich – mittel- bis langfristige Finanzgeschäfte abgeschlossen. Insbesondere Kredite in Form von Anleihen sowie auch mittel- bis langfristige Aktientransaktionen oder Partizipationsscheine (vgl. Spindler, 1960, S. 33; vgl. Pape, 2008,

S. 11), allerdings auch Finanzderivate (vgl. Kruse, 2014, S. 66f), werden auf dem Kapitalmarkt bzw. den (Sub-)Märkten gehandelt.

Auf der dritten Ebene stehen der nicht-organisierte und der organisierte Kapitalmarkt. Auf dem nicht-organisierten Kapitalmarkt werden die sog. „Over-The-Counter“ (OTC)-Geschäfte abgeschlossen. Hier treffen Kapitalgeber und Kapitalnehmer direkt aufeinander und schließen nicht-standardisierte (Finanz-)Geschäfte miteinander ab. Grundsätzlich sind nicht-organisierte Kapitalmärkte nicht oder nur eingeschränkt reguliert und beaufsichtigt. Das Gegenstück bildet der organisierte Kapitalmarkt. Hier treffen Kapitalgeber und Kapitalnehmer auf Handelsplätzen aufeinander und schließen auf den Handelsplätzen standardisierte und regulierte Geschäfte miteinander ab. Solche standardisierten und regulierten<sup>83</sup> Handelsplätze sind bspw. Börsen (vgl. Pesendorfer, 2013, S. 630).

Auf der vierten Ebene, als sog. nicht-organisierte Kapitalmärkte, stehen der Interbankenmarkt, die privaten Placements sowie der graue Kapitalmarkt. Auf dem Interbankenmarkt handeln Banken untereinander Finanzmittel bzw. -instrumente. Insbesondere die Vergabe von mittel- und langfristigen Krediten von Banken an Banken erfolgt auf diesem Markt (vgl. Hauck und Neyer, 2011, S. 80). Private Placements sind private Emissionen. Diese Emissionen erfolgen unter Ausschluss einer Börse als regulierter Handelsplatz, indem private Investoren direkt angesprochen werden. Diese Form der privaten Emissionen werden in der Praxis u.a. von Investmentbanken begleitet, die Investoren direkt ansprechen. Ein klassisches Beispiel für eine solche private Emission sind Hedgefonds (vgl. Carey et al., 1993, S. 5ff). Der graue Kapitalmarkt ist der Teil des Kapitalmarkts, auf dem die Teilnehmer nicht der Regulierung und Beaufsichtigung durch die Aufsicht unterliegen. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), als deutsche Regulierungs- und Aufsichtsbehörde auf Bundesebene, informiert (BaFin, 2014, [https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Investieren/GrauerKapitalmarkt/grauer\\_kapitalmarkt\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Investieren/GrauerKapitalmarkt/grauer_kapitalmarkt_node.html) [abgefragt am: 30.06.2020]): „Nicht alle Unternehmen, die auf dem Finanzmarkt tätig sind, werden kontrolliert und stehen unter staatlicher Aufsicht: Wenn Anbieter keine Erlaubnis der BaFin benötigen und nur wenige gesetzliche Vorgaben

---

<sup>83</sup> In den USA durch die United States Securities and Exchange Commission (SEC), innerhalb der EU durch diverse nationale Aufsichtsbehörden. In Deutschland auf Bundesebene durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

erfüllen müssen, spricht man vom Grauen Kapitalmarkt. Bei Produkten, die dort angeboten werden, sollten Sie besonders vorsichtig sein.“

Auf der vierten Ebene, als sog. organisierte Kapitalmärkte, stehen der Primärmarkt und der Sekundärmarkt. Auf dem Primärmarkt erfolgt der Erwerb des Finanzinstruments im Zuge der Emission vom Emittenten über einen regulierten Handelsplatz. Auf dem Sekundärmarkt erfolgt die Weiterveräußerung des Finanzinstruments auf einem regulierten Handelsplatz. Deshalb steht auf der fünften Ebene als ein Primärmarkt der Emissionsmarkt und als Sekundärmärkte der Renten- und Aktienmarkt.

Im Rahmen der Verwendung der Begrifflichkeiten sollte beachtet werden, dass sämtliche Märkte, die hierarchisch unter dem Finanzmarkt (Ebene 1) stehen, ebenfalls als „ein Finanzmarkt“ oder „Finanzmärkte“ bezeichnet werden können. Folglich kann für den Geldmarkt/ Terminmarkt und den Kapitalmarkt der Begriff „Finanzmärkte“ verwendet werden. Dieses Muster ist gleichfalls auf die Märkte anwendbar, die hierarchisch unter dem Kapitalmarkt (Ebene 2) stehen. Folglich können alle Märkte auf Ebene 3 und niedriger (bspw. Nicht-organisierte Kapitalmarkt oder der Aktienmarkt) als ein „Kapitalmarkt“ bezeichnet werden.

## **9.2 33 Maßnahmen und 3 Eckpfeiler zur Etablierung der Kapitalmarktunion**

Die Kommission informiert im Grünbuch zur Kapitalmarktunion, dass „Die Kapitalmarktunion .. nicht mithilfe einer einzelnen Maßnahme erreicht werden [kann].“ (Kommission, 2015a, S. 2). Konkret wurde die EU, indem sie im Aktionsplan zur Kapitalmarktunion einen Katalog über 33 Maßnahmen vorstellte (vgl. Kommission, 2015b, Annex 1).

Mit Blick auf Qualität, Umfang und Komplexität unterscheiden sich die 33 Maßnahmen mitunter stark voneinander. Diese Unterschiede sind auch der EU einen Hinweis wert, indem sie anmerkt, dass „die [Maßnahmen] einzeln betrachtet vielleicht bescheiden sein mögen“ (Kommission, 2015a, S. 2).

So reicht das Portfolio über 33 Maßnahmen von einem „Bericht über nationale Hindernisse für den freien Kapitalverkehr“ über einen konkreten Vorschlag „für [eine Verordnung für]

einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen (STS-Verbriefungen) ... “ und „zur Modernisierung der Prospektrichtlinie“ (Kommission, 2015b, Annex 1, S. 33ff).

Deshalb ist es unter Berücksichtigung des quantitativen und qualitativen Umfangs der 33 Maßnahmen aus dem Aktionsplan weniger zielführend, jede einzelne Maßnahme analysieren und werten zu wollen. Zumal diese 33 Maßnahmen zwischenzeitlich überholt sind: es sind nicht nur die Vorschläge für eine Verordnung bezüglich STS-Verbriefungen und der Prospektrichtlinie erarbeitet worden, sondern zwischenzeitlich Verordnungen gesetzgeberisch umgesetzt worden und in Kraft getreten (vgl. Abschnitt 10; vgl. Abschnitt 11). Deshalb ist es sinnvoller, die Maßnahmen in Themenblöcke zusammenzufassen und als identifizierte Eckpfeiler zu untersuchen. Im Folgenden werden drei Eckpfeiler bei der Etablierung der Kapitalmarktunion analysiert:

- Eckpfeiler 1: Die überarbeitete Prospektverordnung (2017/1129)
- Eckpfeiler 2: Überarbeitung des Rahmens für Verbriefungen (Verordnung 2017/2402)
- Eckpfeiler 3: Das Crowdfunding

Jeder dieser drei Eckpfeiler mit seinen Maßnahmen wird nach der Analyse auf ökonomische und regulatorische Ziele sowie rechtliche Aspekte eingewertet. Hierdurch wird die inhaltliche Basis geschaffen, um in Teil C dieser Arbeit die Einschätzung zur Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU mit Blick auf ökonomische, regulatorische und rechtliche Aspekte abgeben zu können.

## **10 Eckpfeiler 1: Die überarbeitete Prospektverordnung (2017/1129)**

---

### **10.1 Einleitung**

In der Finanzkrise von 2007 haben Investoren teilweise große Vermögenseinbußen hinnehmen müssen. Insbesondere die Insolvenz US-Amerikanischer Banken hatte zur Folge, dass die von diesen Banken herausgegebene Wertpapiere ihren Wert verloren (vgl. Kamp, 2009, Folien 144ff). Ein deutscher Anleger in Lehman-Zertifikate informierte, dass die Beraterin seiner Hausbank ihm versicherte, dass „das Schlimmste, was Ihnen passieren kann,

ist, dass Sie nach den sechs Jahren ohne Rendite dastehen. Aber das Kapital ist gesichert.“ (Leue, 2018, [https://www.deutschlandfunk.de/beginn-der-finanzkrise-vor-zehn-jahren-eine-bankenpleite.724.de.html?dram:article\\_id=428212](https://www.deutschlandfunk.de/beginn-der-finanzkrise-vor-zehn-jahren-eine-bankenpleite.724.de.html?dram:article_id=428212) [abgefragt am: 30.06.2020]).

Erst nach dem Totalverlust las der Anleger das Prospekt zu den Wertpapieren und bemerkte, dass „Die Bank .. mit der Schriftgröße Arial 8 hinten auf der vorletzten Seite ... [informiert hatte]: Das Emittentenrisiko liegt beim Anleger.“ (ebenda). Viele vergleichbare Anleger sahen Aufklärungspflichten von den Beratern oder durch das Prospekt zum Wertpapier verletzt und strebten Schadensersatz an. In der Folge kam es zu Klagen gegen die Hausbanken (vgl. BGH, 2011, Rn. 6; vgl. BGH 2010, Rn. 2f).

Vom Europäischen Gesetzgeber war in 2003 die Prospektrichtlinie erlassen worden (vgl. Parlament und Rat, 2003, S. 1). Die Regelungen aus der Prospektrechtlinie waren von den Mitgliedstaaten bis zum 1. Juli 2005 in nationale Rechtsvorschriften umzusetzen (vgl. ebenda, Art. 29). Zu Zeiten der Weltwirtschaftskrise wurde von der EU der Bedarf identifiziert, die Regelungen der Prospektrichtlinie zu überprüfen und zu überarbeiten. Es wurden Änderungen, Ersetzungen und Streichungen vorgenommen und in 2010 die weiterentwickelte Prospektrichtlinie 2010/73/EU erlassen (vgl. Parlament und Rat, 2010a, S. 1).

Die nächste Überprüfung der Prospektrichtlinie war ursprünglich für 2016 geplant (vgl. Kumpan, 2016, S. 6). Aufgrund der Etablierung der Kapitalmarktunion und einem der zentralen Ziele „die Prospektrechtlinie [zu] überarbeiten, damit Firmen, insbesondere kleine und mittlere Unternehmen, einfacher Kapital beschaffen und Investoren grenzüberschreitend erreichen können“ (Schmidt, 2015, S. 130), wurde die Überprüfung vorgezogen und Konsultationen begannen bereits in 2015 (vgl. Kommission, 2017, [https://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/index\\_en.htm](https://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/index_en.htm) [abgefragt am: 01.07.2020]). Ergebnisse aus der Überprüfung und Konsultation waren u.a., dass ein einheitliches Format der Prospektzusammenfassung vorgegeben werden sollte, eine Umfangbeschränkung der Prospektzusammenfassung oder dass Anpassungen im Basisprospekt nicht länger im Nachhinein zulässig sind (vgl. Schmitt et al., 2019, S. 292).



Die Ergebnisse der Konsultation fanden bei der Umsetzung durch den Europäischen Gesetzgeber Berücksichtigung. Der Gesetzgeber hat in der Prospektverordnung festgehalten, dass es das

*Ziel dieser Verordnung ist ..., Anlegerschutz und Markteffizienz sicherzustellen und gleichzeitig den Kapitalbinnenmarkt zu stärken. Die Bereitstellung der Informationen, die je nach Art des Emittenten und der Wertpapiere notwendig sind, damit die Anleger eine fundierte Anlageentscheidung treffen können, stellt zusammen mit den Wohlverhaltensregeln den Anlegerschutz sicher. Darüber hinaus sind diese Informationen ein wirksames Mittel, um das Vertrauen in Wertpapiere zu erhöhen und so zur reibungslosen Funktionsweise und zur Entwicklung der Wertpapiermärkte beizutragen. Die geeignete Form zur Bereitstellung jener Informationen ist die Veröffentlichung eines Prospekts (Parlament und Rat, 2017a, Erwägungsgrund 7).*

In diesem Ziel können mehrere Teilziele identifiziert werden. Diese Teilziele können in ökonomische, regulatorische und rechtliche Ziele bzw. Absichten des Europäischen Gesetzgebers kategorisiert werden können. So kann als ökonomisches Ziel des Gesetzgebers angesehen werden, dass mit der Prospektverordnung zur Entwicklung der Wertpapiermärkte beigetragen werden soll und damit letztlich zum Wachstum der Märkte. Als regulatorisches Ziel kann der Anlegerschutz angesehen werden, indem die Bereitstellung der Informationen, die notwendig sind, um eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen und das Vertrauen in die Wertpapiere zu stärken, erfolgen soll. Abschließend sind Merkmale der rechtlichen Ausgestaltung der Prospektverordnung kritisch zu prüfen, um abschließend eine Wertung zur Prospektverordnung abgeben zu können.

## **10.2 Inhalte der Prospektverordnung**

### **10.2.1 Der Anwendungsbereich und die Pflicht zur Prospekterstellung**

Die Erstellung und Veröffentlichung eines Prospekts ist immer dann erforderlich, wenn ein Wertpapier öffentlich angeboten wird (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Art. 3 Abs. .1).

Unter bestimmten Umständen kann ein Mitgliedstaat der EU die Pflicht zur Erstellung und der Veröffentlichung eines Prospekts abbedingen. Dies ist möglich, sofern:

- ein Prospekt in einem anderen Mitgliedstaat veröffentlicht und von der zuständigen Behörde gebilligt worden ist und eine Notifikation hierüber erfolgt (vgl. ebenda, Art. 3 Abs. 2 lit. a) i.V.m. Art. 25);
- der Gesamtwert des Angebots den Betrag von EUR 8 Mio. innerhalb der letzten 12 Monate im Binnenraum der EU nicht überschreitet (vgl. ebenda, Art. 3 Abs. 2 lit. b))

Einer Abbedingung bedarf es nicht, sondern es ist verpflichtend kein Prospekt zu erstellen und zu veröffentlichen, wenn beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren der Gesamtwert von EUR 1 Mio. im Binnenraum in den letzten 12 Monaten nicht überschritten wird (vgl. ebenda, Art. 1 Abs. 3).

Sollte keine Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung eines Prospekts beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren nach der Prospektverordnung vorliegen, kann der Emittent, der Anbieter oder die die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt beantragende Person wählen, freiwillig ein Prospekt erstellen (vgl. ebenda, Art. 4 Abs. 1). Es erwachsen dann dieselben Rechte und Pflichten wie aus einem Prospekt zu dessen Veröffentlichung eine Pflicht besteht (vgl. ebenda, Art. 4 Abs. 2).

### **10.2.2 Aufbau und Inhalte des Prospekts**

Der Aufbau und die Inhalte des Prospekts werden mit den Art. 6ff in Kapitel II der Prospektverordnung konkretisiert und spezifiziert. Die Spezifizierungen erfolgen, da unter bestimmten Umständen das Prospekt als Basis-, Sekundärmarkt- oder auch als EU-Wachstumsprospekt ausgestaltet werden darf (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Art. 8, 14 und 15). Grundsätzlich besteht jedes Prospekt aus drei Teilen (vgl. ebenda, Art. 6 Abs. 3):

1. einer Wertpapierbeschreibung (Art. 6),
2. einem Registrierungsformular (Art. 9) und
3. einer Zusammenfassung (Art. 7).

Die Analyse dieser Teile eines Wertpapierprospekts sowie etwaige Besonderheiten mit Blick auf die spezifizierten Formen des Prospekts erfolgt im Folgenden.

#### 10.2.2.1 Die Wertpapierbeschreibung (Art. 6)

Mit den Regelungen in Art. 6 Abs. 1 (vgl. Parlament und Rat, 2017a) wird vorgegeben, dass der Prospekt alle Informationen zu enthalten hat, die für einen Anleger in seiner Entscheidungsfindung wesentlich sind. Diese allgemeingehaltene Vorgabe wird in der Prospektverordnung dahingehend konkretisiert, dass

- „die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Gewinne und Verluste, die Finanzlage und die Aussichten des Emittenten und eines etwaigen Garantiegebers“ (ebenda, Art. 6 Abs. 1 lit. a)),
- „die mit den Wertpapieren verbundenen Rechte“ (ebenda, Art. 6 Abs. 1 lit. b)),

in „leicht zu analysierender, knapper und verständlicher“ (ebenda, Art. 6 Abs. 2) Sprache in das Prospekt aufzunehmen sind. Dies bedeutet, dass dem Anleger die Funktionsweise des Wertpapiers, die Risiken des Wertpapiers und etwaige Wertpapierbedingungen in dem Prospekt vorzustellen sind.

Ergänzend kann in die Wertpapierbeschreibung die sog. Emittentenbeschreibung aufgenommen werden (vgl. Art. 6 Abs. 1 lit. c)). Da es sich bei der Emittentenbeschreibung andernfalls um einen Mindestbestandteil im Registrierungsformular handelt, wird über die inhaltliche und formelle Ausgestaltung der Emittentenbeschreibung im folgenden Abschnitt zum Registrierungsformular informiert.

#### 10.2.2.2 Das einheitliche Registrierungsformular (Art. 9)

Das Registrierungsformular wird grundsätzlich als einheitliches Registrierungsformular gem. Art. 9 erstellt (vgl. Parlament und Rat, 2017a). In das Registrierungsformular sind Informationen zum Emittenten des Wertpapiers aufzunehmen, insbesondere ist über

- „die Gründe für die Emission und ihre Auswirkungen auf den Emittenten“ (ebenda, Art. 6 Abs. 1 lit. c)),

zu informieren. Der Emittent hat in dem einheitlichen Registrierungsformular Angaben über seine „Organisation, Geschäftstätigkeiten, Finanzlage, Ertrag und Zukunftsaussichten, Führung und Beteiligungsstruktur des Unternehmens“ (ebenda, Art. 9 Abs. 1) zu machen.

Das von der zuständigen Aufsichtsbehörde gebilligte einheitliche Registrierungsformular kann als Rahmendokument und damit bei anderen Emissionen (wieder-)verwendet werden. Aus diesem Vorgehen soll ein zeitlicher Vorteil mit Blick auf das Hinterlegungs- und Billigungsverfahren für Prospekte bei den Aufsichtsbehörden generiert werden (vgl. Bronger und Scherer, 2017, S. 465), weil nur noch die Wertpapierbeschreibung und die Prospektzusammenfassung neu für das jeweilige Prospekt zu erstellen sind (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Art. 9 Abs. 2).

Entscheidet sich der Emittent dazu, jedes Geschäftsjahr ein einheitliches Registrierungsformular zu erstellen, und dieses zur Billigung der Aufsichtsbehörde vorzulegen, dann kann zum dritten Jahr das Registrierungsformular ohne Billigung bei der Aufsichtsbehörde hinterlegt werden. Der Emittent gilt dann als sog. „Daueremittent“ (vgl. ebenda, Art. 9 Abs. 2). Ein Daueremittent profitiert von einer verkürzten Billigungsfrist für die Bestandteile des Prospekts, die fünf anstelle von zehn Arbeitstagen beträgt (vgl. ebenda, Art. 20 Abs. 6).

Das hinterlegte und ungebilligte Registrierungsformular eines Daueremittenten kann jederzeit von der zuständigen Aufsichtsbehörde inhaltlich überprüft werden (vgl. ebenda, Art. 9 Abs. 8).

Emittenten sind dazu verpflichtet, das einheitliche Registrierungsformular unverzüglich zu aktualisieren, wenn eine „wesentliche Nichtaufnahme oder eine wesentliche Unrichtigkeit oder eine wesentliche Ungenauigkeit .. [einer Angabe betroffen ist], die die Öffentlichkeit in Bezug auf Fakten und Umstände, die für eine fundierte Beurteilung des Emittenten wesentlich sind, aller Wahrscheinlichkeit nach irreführen würde“ (ebenda, Art. 9 Abs. 9).

### 10.2.2.3 Die Prospektzusammenfassung (Art. 7)

Der letzte Teil eines Prospekts ist die Zusammenfassung. In die Zusammenfassung sind sämtliche Informationen aus dem Prospekt komprimiert und prägnant aufzunehmen, folglich die Informationen aus der „Wertpapierbeschreibung“ und dem „Registrierungsformular“ (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Art. 7). Es gilt zu berücksichtigen, dass die Zusammenfassung nach dem Grundsatz der Knappheit keinen wiederholenden Text enthalten darf. Dies bedeutet, dass eine wörtliche Übernahme („copy + paste“) aus der Wertpapierbeschreibung und dem Registrierungsformular unzulässig ist (vgl. Dürr und Sickinger, 2019, S. 11).

Für die Prospektzusammenfassung wird eine Gliederung in vier Teile vorgeschrieben (Parlament und Rat, 2017a, Art. 7 Abs. 4): (1) „eine Einleitung mit Warnhinweisen;“ (2) „Basisinformationen über den Emittenten;“ (3) „Basisinformationen über die Wertpapiere“ und (4) „Basisinformationen über das öffentliche Angebot von Wertpapieren und/oder die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt.“

Die Prospektzusammenfassung darf den Umfang von ausgedruckten sieben DIN-A4-Seiten in gut leserlicher Schrift nicht überschreiten (vgl. ebenda, Art. 7 Abs. 3). Dabei hat sich der Ersteller darauf zu beschränken, maximal 15 Risikofaktoren in die Prospektzusammenfassung aufzunehmen (vgl. ebenda, Art. 7 Abs. 10).

### 10.2.2.4 Sekundärmarktprospekt (Art. 14)

Es besteht die Möglichkeit, einen vereinfachten Prospekt als sog. „Sekundärmarktprospekt“ zu veröffentlichen, sofern:

- „Emittenten, deren Wertpapiere mindestens während der letzten 18 Monate ununterbrochen zum Handel an einem geregelten Markt oder an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen waren und die Wertpapiere emittieren, die mit den vorhandenen zuvor begebenen Wertpapieren fungibel sind;“ (Parlament und Rat, 2017a, Art. 14 Abs. 1 lit. a))
- „Emittenten, deren Dividendenwerte mindestens während der letzten 18 Monate ununterbrochen zum Handel an einem geregelten Markt oder an einem KMU-

Wachstumsmarkt zugelassen waren und die Nichtdividendenwerte begeben;“  
(ebenda, Art. 14 Abs. 1 lit. b))

- „Anbieter von Wertpapieren, die mindestens während der letzten 18 Monate ununterbrochen zum Handel an einem geregelten Markt oder an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen waren.“ (ebenda, Art. 14 Abs. 1 lit. c))

Somit besteht die vereinfachte Prospektpflicht bei Bezugsrechtsemissionen, sofern Emittenten Wertpapiere derselben Gattung zum Handel an einem geregelten Markt oder an einem KMU-Wachstumsmarkt<sup>84</sup> zugelassen hatten oder für Anbieter, die mit ununterbrochen zum Handel mit zugelassen Wertpapieren auf diesen Märkten handeln (vgl. ebenda, Art. 14 Abs. 1).

Das Sekundärmarktprospekt besteht neben der klassischen Prospektzusammenfassung aus einem speziellen Registrierungsformular und einer speziellen Wertpapierbeschreibung. Speziell bedeutet hierbei, dass verkürzte Angaben im Prospekt gemacht werden dürfen. Die Mindestinhalte gem. Art. 14 Abs. 2 sind dennoch einzuhalten. Inhaltlich und sprachlich sind die Anforderungen –wenn auch verkürzt– vergleichbar mit denen im klassischen Prospekt.

#### 10.2.2.5 EU-Wachstumsmarktprospekt (Art. 15)

Bestimmte Personengruppen können beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren wählen, anstelle des klassischen Prospekts, ein sog. „EU-Wachstumsprospekt“ zu erstellen und veröffentlichen. Diese Personengruppen sind (Parlament und Rat, 2017a, Art. 15 Abs. 1 lit. a) bis d)):

*a) Kleine und mittlere Unternehmen;<sup>85</sup>*

*b) Emittenten, bei denen es sich nicht um KMU handelt, deren Wertpapiere an einem KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden oder gehandelt werden sollen, sofern ihre durchschnittliche Marktkapitalisierung auf der Grundlage der Notierungen*

---

<sup>84</sup> Ein KMU-Wachstumsmarkt ist ein sog. „multilaterales Handelssystem“ gem. Art. 33 MiFID II. Dies ist bspw. die 2009 gegründete Berliner Wertpapierbörse „Tradegate Exchange“.

<sup>85</sup> vgl. Definition gem. ebenda, Art. 2 lit. f).

*zum Jahresende in den letzten drei Kalenderjahren weniger als 500 000 000 EUR betrug;*

- c) andere als die unter den Buchstaben a und b genannten Emittenten, deren öffentliches Angebot von Wertpapieren einem Gesamtgegenwert in der Union von höchstens 20 000 000 EUR über einen Zeitraum von 12 Monaten entspricht, sofern keine Wertpapiere dieser Emittenten an einem MTF gehandelt werden und ihre durchschnittliche Beschäftigtenzahl im letzten Geschäftsjahr bis zu 499 betrug;*
- d) Anbieter von Wertpapieren, die von den unter den Buchstaben a und b genannten Emittenten begeben wurden.*

Die Erstellung des EU-Wachstumsprospekts ist für diese Personengruppen und für Wertpapiere möglich, die zuvor nicht an einem geregelten Markt zugelassen worden sind oder zugelassen werden (vgl. ebenda, Art. 15 Abs. 1). Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass ein EU-Wachstumsprospekt bereits dann nicht erstellt werden kann, wenn das Wertpapier auf einem „von einem Marktbetreiber betriebene[m] und/oder verwaltete[m] multilaterale[m] System [gehandelt wird], ...“ (Parlament und Rat, 2014, Art. 4 Abs. 1 Nr. 21). Vereinfachend ausgedrückt dürfen damit für Wertpapiere, die bspw. auf einer Börse öffentlich angeboten werden, keine EU-Wachstumsprospekte erstellt werden.

Für das EU-Wachstumsprospekt ist eine spezielle Prospektzusammenfassung zu erstellen (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Art. 15 Abs. 1). Zu deren Erstellung ist es gestattet, auf die bereits im EU-Wachstumsprospekt enthaltenen Informationen zurückzugreifen, damit „Die spezielle Zusammenfassung den Emittenten insofern keinerlei zusätzliche Belastungen oder Kosten auf[erlegt]“ (ebenda, Art. 15 Abs. 2).

In der weiteren Ausgestaltung ist das EU-Wachstumsprospekt mit dem Sekundärmarktprospekt vergleichbar, als dass ein spezielles Registrierungsformular und eine spezielle Wertpapierbeschreibung zu erstellen sind. Verkürzt dürfen Angaben zum Markt, zur Organisationsstruktur und Trends gemacht werden (vgl. ebenda, Anhang IV und Anhang V). Detailliertere Angaben über die einzuhaltenden Mindestinhalte und etwaig zu fokussierende Inhalte sind in Art. 15 Abs. 2 (vgl. ebenda) definiert. Die sprachlichen Anforderungen sind vergleichbar mit denen an das klassische Prospekt.

### **10.2.3 Billigung und Veröffentlichung des Prospekts und Qualitätssicherung**

Die Veröffentlichung eines Prospekts ist zulässig, nachdem die zuständige Aufsichtsbehörde alle Bestandteile gebilligt hat (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Art. 20 Abs. 1 i.V.m. Art. 10). Eine Billigung erfolgt, nachdem alle enthaltenen Informationen auf Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit geprüft wurden und diese den Anforderungen der Aufsichtsbehörde genügen. Dabei sollen die Aufsichtsbehörden verhältnismäßig prüfen und Rücksicht auf die jeweiligen Umstände des Emittenten und der Emission nehmen (vgl. ebenda, Erwägungsgrund 60). Damit dennoch eine Vergleichbarkeit bei der Prüfung durch die Aufsichtsbehörden in den 27 Mitgliedstaaten auf Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit sowie der Rücksichtnahme auf die jeweiligen Umstände im EU Binnenraum gewährleistet werden kann, wird die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) Peer-Reviews auswerten (vgl. ebenda, Erwägungsgrund 60f).

Grundsätzlich ist die Billigung einer Aufsichtsbehörde im EU Binnenraum ausreichend, um das Wertpapier in anderen Mitgliedstaaten anzubieten, sofern eine Notifikation an die jeweils zuständige Aufsichtsbehörde im jeweils anderen Mitgliedstaat erfolgt ist (vgl. ebenda, Art. 24).

### **10.2.4 Prospekthaftung (Art. 11)**

Der Europäische Gesetzgeber hat in der Prospektverordnung keine unmittelbaren Haftungsvorschriften erlassen. Stattdessen wird in Art. 11 Abs. 1 ein Rahmen vorgestellt und darüber informiert, dass „Die Mitgliedstaaten [sicher]stellen .., dass je nach Fall zumindest der Emittent oder dessen Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan, der Anbieter, die die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt beantragende Person oder der Garantiegeber für die Richtigkeit der in einem Prospekt und Nachträgen dazu enthaltenen Angaben haftet.“ (Parlament und Rat, 2017a, Art. 11 Abs. 1).

Aus dieser Formulierung ist abzuleiten, dass die (Prospekt-)Haftung folglich auf nationaler Ebene von jedem Mitgliedstaat eigenständig zu regeln ist. Ausschließlich der Rahmen aus Art. 11 Abs. 1 bzgl. der haftenden Personen und Haftungsgründen ist als Mindestmaß bei der Umsetzung von Haftungsregelungen auf nationaler Ebene zu berücksichtigen.



Konkret wird der Europäische Gesetzgeber mit Blick auf die Haftungserleichterung, indem es heißt, „dass niemand lediglich aufgrund der Zusammenfassung ... oder der speziellen Zusammenfassung ... samt etwaiger Übersetzungen haftet“, solange der Anleger nicht grob fahrlässig oder vorsätzlich falsch, irreführend, widersprüchlich oder gar nicht zu Prospektinhalten informiert worden ist (ebenda, Art. 11 Abs. 2).

### 10.3 Ökonomische Ziele der Prospektrichtlinienverordnung

Als das ökonomische Ziel der Prospektverordnung ist in Abschnitt 10.1 festgehalten worden, dass mit den Regelungen in der Prospektverordnung zur Entwicklung der Wertpapiermärkte beigetragen werden soll (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Erwägungsgrund 7). Die EU war vor Erlass der Prospektverordnung zu dem Ergebnis gelangt, dass die Veröffentlichungs- und Mitteilungskosten auf den Kapitalmärkten zu hoch sind, um Investoren ausfindig zu machen (vgl. Kommission, 2015a, S. 11ff).

Mit Hilfe von Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten sollen Investoren die Informationen erhalten, auf deren Basis eine aufgeklärte (Investitions-)Entscheidung möglich ist. Je besser es folglich dem Verkäufer eines Wertpapiers gelingt, sämtliche relevante Informationen zu dem Wertpapier zu kommunizieren, desto größer sollte seine Chance sein, einen Investor zu finden. Dabei können insbesondere die regulatorischen Rahmenbedingungen mit Blick auf Art und Umfang der bereitzustellenden Informationen ausschlaggebend sein.

Mit der Prospektverordnung hat der Europäische Gesetzgeber Anpassungen der Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten eingeführt. Obgleich die Prospektverordnung am 20. Juli 2017 in Kraft getreten ist, gelten die Regelungen der Prospektverordnung vollumfänglich seit dem 21. Juli 2019 (vgl. Wilk, 2017, <https://community.beck.de/2017/07/07/eu-prospektverordnung-im-amtsblatt-veroeffentlicht> [abgefragt am: 01.07.2020]). Vielleicht auch der Zeit geschuldet stehen bislang weder von offizieller Seite der EU oder der Privatwirtschaft empirische Ergebnisse über die Effekte zur Verfügung, die seitdem in der finanzwirtschaftlichen Praxis beobachtet worden sind. Insofern existieren keine IST-Werte mit Blick auf das Wachstum der Märkte oder Ergebnisse zur Kausalität der Maßnahmen aus der Prospektverordnung. Es werden deshalb die Maßnahmen in der Prospektverordnung auf ihre grundsätzliche Geeignetheit überprüft,

ob die beabsichtigte „Entwicklung der Wertpapiermärkte“ (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Erwägungsgrund 7) als Effekt eintreten kann.

Der Europäische Gesetzgeber hat mit dem einheitlichen Registrierungsformular das Billigungsverfahren von Prospekten weiterentwickelt. In das einheitliche Registrierungsformular sind Angaben zu Organisation, Geschäftstätigkeiten, Finanzlage, Ertrag und Zukunftsaussichten, Führung und Beteiligungsstruktur des Unternehmens aufzunehmen (vgl. ebenda, Art. 9 Abs. 1). Nach Hinterlegung und Billigung bei der Aufsichtsbehörde kann das einheitliche Registrierungsformular vom Herausgeber anschließend für sämtliche seiner Wertpapieremissionen genutzt werden. Damit sind die Informationen zu Organisation, Geschäftstätigkeiten, Finanzlage, Ertrag und Zukunftsaussichten, Führung und Beteiligungsstruktur des Unternehmens, nicht länger für jede Wertpapieremission individuell aufzubereiten. Damit ist der Emittent eines Wertpapiers, sofern er Gebrauch vom einheitlichen Registrierungsformulars gemacht hat, nur noch zur Erstellung der Wertpapierbeschreibung und gegebenenfalls der Zusammenfassung verpflichtet (vgl. ebenda, Art. 10 Abs. 1).

Einen weiteren Benefit haben sog. Daueremittenten mit Blick auf das einheitliche Registrierungsformular und das Billigungsverfahren. Dabei gilt als Daueremittent derjenige, der in zwei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren ein einheitliches Registrierungsformular bei seiner zuständigen Aufsichtsbehörde hinterlegt und billigen lassen hat. Solche Daueremittenten hinterlegen fortan ausschließlich das einheitliche Registrierungsformular. Das Billigungserfordernis durch die Aufsichtsbehörden entfällt (vgl. ebenda, Art. 9 Abs. 2). Ferner werden die von Daueremittenten eingereichten Prospekte bevorzugt mit einer verkürzten Billigungsfrist von den Aufsichtsbehörden bearbeitet (vgl. ebenda, Art. 20 Abs. 6).

Auch der Zugang zu den Kapitalmärkten für Sekundäremissionen wurde mit Regelungen für ein sog. Sekundärmarktprospekt erleichtert. Für das Sekundärmarktprospekt darf der Prospektersteller neben der klassischen Prospektzusammenfassung ein spezielles Registrierungsformular und eine spezielle Wertpapierbeschreibung erstellen. Dabei bedeutet speziell, dass verkürzte Angaben gemacht werden dürfen (vgl. ebenda, Art. 14 Abs. 2). So ist es bspw. für Sekundäremissionen ausreichend, dass der Emittent über bedeutende Änderungen der Geschäftstätigkeit und der Finanzlage seit Ablauf des letzten Geschäftsjahres,

die mit dem Wertpapier verbundenen Rechte sowie über die Gründe für die Emission und die Auswirkungen informiert (vgl. Dürr und Sickinger, 2019, S. 17).

Mit dem EU Wachstumsprospekt hat der Europäische Gesetzgeber insbesondere für die klein- und mittelständischen Unternehmen Sonderregelungen erlassen. So besteht das EU Wachstumsprospekt aus „eine[r] spezielle[n] Zusammenfassung auf der Grundlage des Artikels 7, ein[em] spezielle[n] Registrierungsformular und eine[r] spezielle[n] Wertpapierbeschreibung“, welches „für die Emittenten leicht auszufüllen ist“ (Parlament und Rat, 2017a, Art. 15 Abs. 1). Hierdurch soll den kleinen und mittelständischen Unternehmen durch Erleichterungen bei den Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten die Möglichkeit gegeben werden, bis zu EUR 20 Mio. innerhalb von 12 Monaten einzusammeln (vgl. ebenda).

Kein Prospekt ist zu erstellen, wenn beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren der Gesamtwert von EUR 1 Mio. in den letzten 12 Monaten nicht überschritten wird (vgl. ebenda, Art. 1 Abs. 3). Weiterhin haben die Mitgliedstaaten die Möglichkeit, die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts durch nationale Regelung abzubedingen, sofern der Gesamtwert des Angebots den Betrag von EUR 8 Mio. innerhalb der letzten 12 Monate im Binnenraum der EU nicht überschreitet (vgl. ebenda, Art. 3 Abs. 2 lit. b)).

Aus diesem zusammenfassenden Überblick über die Regelungen, mit denen die Prospektverordnung weiterentwickelt wurde, kann erkannt werden, dass der Europäische Gesetzgeber die Entwicklung und das Wachstum der Wertpapiermärkte fördern möchte. Hierdurch werden auch kritische Stimmen laut, insbesondere mit Blick darauf, dass bei Emissionen von unter EUR 1 Mio. kein Prospekt zu erstellen ist oder auf nationaler Ebene unter EUR 8 Mio. eine Abbedingung zulässig ist: „Hier entfällt der Anlegerschutz in Gänze. Ob dies jedoch dem Risikoprofil einer solchen Anlage entspricht, erscheint eher zweifelhaft“ (Schmitt, 2018, <https://www.marktundmittelstand.de/finanzierung/neue-prospektverordnung-weniger-aufwand-fuer-unternehmen-1263531/> [abgefragt am: 03.07.2020]).

Im Ergebnis kann festgehalten werden, dass mit den neuen Regelungen der Prospektverordnung Erleichterungen für die Prospektersteller eingeführt worden sind. Diese Erleichterungen sind eine Form der Deregulierung. Doch auch unter Verfechtern der

Regulierung von Finanzmärkten besteht Einigkeit, dass aus der Deregulierung in überregulierten Märkten ein positiver Effekt auf die Entwicklung und das Wachstum von Kapitalmärkten resultieren kann (vgl. Minsky, 1986, S. 13ff). Ob es sich bei den Kapitalmärkten mit den Regelungen zur Erstellung von Prospekten im europäischen Binnenraum um überregulierte Märkte in diesem Sinne gehandelt hat, und ob die neuen Regelungen die vom Europäischen Gesetzgeber erwünschten Effekte bringen wird, wird in der Praxis beobachtet werden müssen. Die im Rahmen dieser Arbeit interviewten Experten aus der Praxis äußerten sich uneinig in ihrer Einschätzung mit Blick auf einen möglichen Eintritt der von der EU erwünschten Effekte (vgl. Experte 5, 2020, Anlage 4; vgl. Experte 6, 2020, Anlage 5; vgl. Experte 7, 2020, Anlage 6; vgl. Experte 8, 2020, Anlage 7; vgl. Experte 9, 2020, Anlage 8). Etwaige (empirische) Beobachtungen und Ergebnisse stehen mit Blick auf kausale Zusammenhänge mit den Maßnahmen aus der Prospektverordnung derzeit nicht zur Verfügung. Allein auf Basis von Erfahrungswerten kann argumentiert werden, dass die neuen Regelungen in der Prospektverordnung das Potenzial haben, zur Entwicklung und zum Wachstum der Wertpapiermärkte beizutragen.

#### **10.4 Regulatorische Ziele der Prospektrichtlinienverordnung**

In der Prospektverordnung wird als Ziel genannt, dass mit dem Prospekt die Bereitstellung der Informationen erfolgen soll, die für den Anleger notwendig sind, um eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen und um das Vertrauen in die Wertpapiere zu stärken (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Erwägungsgrund 7).

Die deutsche Aufsichtsbehörde BaFin nennt als einen der Gründe für die Weiterentwicklung der Regelungen zum Prospekt, dass Anleger teilweise auf hunderten Seiten über Chancen und Risiken in einer schwer verständlich geschriebenen Sprache informiert worden sind (vgl. BaFin, 2020, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung_node.html) [abgefragt am 03.07.2020]). Hier sollte der Gesetzgeber nach Ansicht der BaFin regulatorisch eingreifen, um die Herausgeber der Prospekte zu verpflichten, die Prospekte für Anleger einfacher und nutzerfreundlicher zu gestalten und zielgenaue und kompakte Informationen in kürzeren Prospektzusammenfassungen zur Verfügung zu stellen (vgl. ebenda).

Für die Betrachtung der regulatorischen Ziele ist folglich relevant, ob die Regelungen der Prospektverordnung geeignet sind, die Inhalte und den Umfang der Prospekte so zu verändern, dass diese als anlegerfreundlich im Sinne des selbst gesetzten Ziels mit der Prospektverordnung bezeichnet werden können.

Die relevanten Regelungen, um die Prospekte für Anleger einfacher und nutzerfreundlicher zu gestalten, sind in den Art. 6ff der Prospektverordnung normiert worden (vgl. Parlament und Rat, 2017a). Den Abschnitt zur inhaltlichen Ausgestaltung der Prospektverordnung (vgl. Abschnitt 10.2) verkürzend aufgreifend, ist insbesondere die Regelung aus Art. 7 zur Zusammenfassung von gehobener Bedeutung, mit der der Anleger kurz und prägnant über die Chancen und Risiken des Finanzproduktes auf nicht mehr als sieben DIN-A4-Seiten in gut leserlicher Schrift informiert werden soll (vgl. Parlament und Rat, 2017a).

Auf den ersten Blick sind diese Regelungen zur Prospektzusammenfassung (vgl. Abschnitt 10.2) tatsächlich dazu geeignet, dass Anleger die relevanten Informationen nicht länger auf teilweise hunderten von Seiten in einer schwer verständlich geschriebenen Sprache zur Verfügung gestellt bekommen (vgl. BaFin, 2020, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung_node.html) [abgefragt am 03.07.2020]). Auf den zweiten Blick sind diese Regelungen von eingeschränktem Nutzen für den Anleger. Dies liegt darin begründet, dass die Prospektzusammenfassung als Einleitung für das Prospekt verstanden werden sollte, da eine Haftung auf Basis von Angaben in der Prospektzusammenfassung gem. Art. 7 Abs. 5 lit. e) und Art. 11 Abs. 2 allenfalls bei grobfahrlässig oder vorsätzlich gemachten falschen oder unvollständigen Angaben zulässig ist (vgl. Parlament und Rat, 2017a). Insofern ist der Anleger, sofern er eine aufgeklärte Anlageentscheidung unter Berücksichtigung aller relevanten Informationen auch in Bezug auf etwaige Haftungen treffen möchte, weiterhin darauf angewiesen, das Prospekt in Gänze zu lesen.

Für Herausgeber von Prospekten sind währenddessen mit der Prospektverordnung regulatorische Erleichterungen vorgestellt worden. So sind Emittenten von der Erstellung eines Prospekts befreit, wenn beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren der Gesamtwert von EUR 1 Mio. in den letzten 12 Monaten nicht überschritten wird (vgl. ebenda, Art. 1 Abs. 3).

Sofern der Gesamtwert des Angebots den Betrag von EUR 8 Mio. innerhalb der letzten 12 Monate nicht überschreitet, können die EU Mitgliedstaaten die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts mittels nationaler Regelungen abbedingen (vgl. ebenda, Art. 3 Abs. 2 lit. b)). Von dieser Möglichkeit zur Abbedingung wurde der Praxis von den Mitgliedstaaten unterschiedlich Gebrauch gemacht.<sup>86</sup>

Sieht es deshalb zunächst auf der einen Seite danach aus, dass der europäische Gesetzgeber Regeln zu Gunsten der Anleger i.S.d. Anlegerschutzes mit der Prospektzusammenfassung erlassen hat, indem die Herausgeber von Prospekten zu einer knappen und prägnanten Darstellung aller relevanten Informationen auch im Hinblick auf Chancen und Risiken des Finanzproduktes verpflichtet werden, werden auf der anderen Seite die Herausgeber der Prospekte vor etwaigen Folgen dieser neuen Regeln geschützt, indem eine Haftung ausschließlich aus der Prospektzusammenfassung grundsätzlich ausgeschlossen ist. Zudem sind Erleichterungen für die Herausgeber von Prospekten eingeführt worden, indem unter bestimmten Voraussetzungen kein Prospekt zu erstellen ist oder die Erstellung unter Einhaltung bestimmter Vorgaben abbedungen werden kann.

Die Frage nach der Erreichung des eigenen regulatorischen Ziels der EU mit der Prospektverordnung kann deshalb wie folgt beantwortet werden: (1) Es ist richtig, dass die Herausgeber von Prospekten unter den Regelungen der Prospektverordnung dazu verpflichtet sind, die Informationen zur Verfügung zu stellen, die für den Anleger notwendig sind, um eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen, sofern ein Prospekt zu erstellen ist. Hierzu waren die Herausgeber von Prospekten allerdings bereits auf Basis der Regelungen aus der alten Prospektrichtlinie verpflichtet (vgl. Parlament und Rat, 2010a, Erwägungsgrund 10). Diese Informationen werden – damals wie heute – von den Herausgebern der Prospekte mit der Wertpapierbeschreibung, dem Registrierungsformular und ggf. Anhängen zur Verfügung gestellt (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Erwägungsgrund 26). (2) Es ist richtig, dass das Prospekt durch die Prospektzusammenfassung einfacher und nutzerfreundlicher durch die Herausgeber von Prospekten auszugestaltet ist und zielgenaue und kompakte Informationen mit der Prospektzusammenfassung zur Verfügung zu stellen sind. (3) Gleichzeitig sollte

---

<sup>86</sup> In Deutschland entfällt die Prospektspflicht sofern der Gesamtwert EUR 8 Mio. nicht überschreitet (vgl. § 3 Abs. 1 und 2 WpPG), in Österreich entfällt die Prospektspflicht bis zu einem Gesamtwert von EUR 1,5 Mio. (vgl. § 3 Abs. 1 Nr. 10a KMG).

beachtet werden, dass eine Haftung für falsche oder unvollständige Angaben in der Prospektzusammenfassung grundsätzlich ausgeschlossen ist. Der Anleger ist folglich weiterhin darauf angewiesen, die relevanten Informationen aus dem gesamten Prospekt mit der Wertpapierbeschreibung, dem Registrierungsformular und ggf. Anhängen zu entnehmen. Im Ergebnis resultiert aus der Prospektverordnung keine Weiterentwicklung des Anlegerschutzes in der Praxis ggü. den Regelungen aus der vorangegangenen Prospektrichtlinie 2010/73/EU. Vielmehr ist mit der Prospektverordnung der Unternehmenschutz, i.S. von Schutz vor regulatorischen Maßnahmen durch Einführung diverser Erleichterungen, weiterentwickelt worden (vgl. Abschnitt 10.2ff). Maßnahmen, die das Vertrauen der Anleger in die Wertpapiere stärken sollen, sind damit aus regulatorischer Sicht nicht unmittelbar ersichtlich.

## 10.5 Rechtliche Aspekte

Ein Bestandteil des Anlegerschutzes ist es, dass Anleger im Falle der Pflicht- bzw. Rechtsgutverletzung der Gegenseite auf Basis einer rechtlichen Grundlage die Möglichkeit haben, ihren erlittenen Schaden ersetzt zu bekommen. Im Zusammenhang mit Prospekten und mit Blick auf Fälle aus der Finanzkrise (vgl. BGH, 2011, Rn. 6; vgl. BGH 2010, Rn. 2f) ist dies darauf bezogen, dass Anleger eine Investitionsentscheidung getroffen haben, weil sie aus ihrer Sicht fehlerhaft informiert worden sind bzw. weil Veröffentlichungs- und Mitteilungspflichten von Prospektherausgebern nicht bestanden haben oder missachtet worden sind.

### 10.5.1 Allgemeine deliktische Haftungsvoraussetzungen

In der Prospektverordnung wurde mit Art. 11 die Regelung eingeführt, dass die (Prospekt-)Haftung auf nationaler Ebene von jedem Mitgliedstaat eigenständig zu regeln ist (vgl. Parlament und Rat, 2017a). Ausschließlich bestimmte Rahmenbedingungen sind mit Art. 11 vorgestellt worden, so dass sich einer Vergleichbarkeit der (Prospekt-)Haftungsregelungen auf nationaler Ebene angenähert werden kann.

Deutschland hat auf nationaler Ebene die (Prospekt-)Haftungsregelungen in den §§8 ff. WpPG normiert. Diese spezialrechtlichen Normen verdrängen die Regelungen aus der allgemeinen zivilrechtlichen (Prospekt-)Haftung (vgl. Schmitt et al., 2019, S. 310) nach dem Grundsatz *lex*

*specialis derogat legi generali.*<sup>87</sup> Trotz dieser Spezialregelung bleiben „Weitergehende Ansprüche, die nach den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen oder unerlaubten Handlungen erhoben werden können, .. unberührt.“ (§16 Abs. 2 WpPG).

Den Rahmenbedingungen aus Art. 11 der Prospektverordnung (vgl. Parlament und Rat, 2017a) bzgl. der Prospektverantwortlichen und damit haftbaren Personen sind in §8 WpPG normiert worden. Die Haftungserleichterung, dass grundsätzlich niemand ausschließlich aufgrund einer nicht richtigen Zusammenfassung des Prospekts haften soll, ist in § 12 Abs. 2 Nr. 5 WpPG normiert.

Die Verantwortlichen haften für irreführende, unvollständige und/oder unrichtige wesentliche Angaben im Prospekt (vgl. §§ 9ff WpPG) sowie bei einem fehlenden Prospekt (vgl. § 14 WpPG). Grundsätzlich haften die Verantwortlichen im Umfang insoweit, dass der Geschädigte das Wertpapier gegen den Kaufpreis zurückgeben kann und weitere aus der Transaktion entstandenen Kosten zu erstatten sind. Im Falle, dass der Geschädigte nicht länger Inhaber des Wertpapiers ist (bspw. bei Finanzderivaten), ist die Differenz zwischen dem Erwerbspreis und dem Verkaufspreis nebst den aus der der Transaktion entstandenen Kosten zu erstatten (vgl. Schmitt et al., 2019, S. 312f).

### **10.5.2 Rechtskollisionen bei der Prospekthaftung**

Zu Rechtskollisionen kann es immer dann kommen, wenn die Regelungen zur Rechtsanwendung nicht einschlägig geregelt sind und/oder zumindest Gründe vorgebracht werden können, weshalb eine bestimmte Rechtsordnung Anwendung finden sollte. Eine solche Situation möglicher Rechtskollision kann bspw. gegeben sein, wenn ein deutscher Anleger an einer deutschen Börse ein französisches Wertpapier kauft, dessen Prospekt von der zuständigen französischen Behörde hinterlegt und gebilligt worden ist. Im Falle, dass das Prospekt irreführende, unvollständige und/oder unrichtige wesentliche Angaben enthält und der Anleger Schadensersatz geltend machen will, können auf den ersten Blick Gründe für die Rechtsanwendung beider Rechtsordnungen hervorgebracht werden: auf der einen Seite ist

---

<sup>87</sup> Der Grundsatz besagt, dass das jüngere Recht das ältere Recht überschreibt bzw. das speziellere Recht das allgemeinere Recht.



das Wertpapier in Frankreich ausgegeben worden und das Prospekt in Frankreich bei der Behörde hinterlegt und von dieser gebilligt worden. Auf der anderen Seite ist der Anleger in Deutschland ansässig, hat das Wertpapier an einer deutschen Börse gekauft, wahrscheinlich in seinem Depot bei einer deutschen Bank zur Verwahrung hinterlegt und folglich in Deutschland den Schaden erlitten. Klare Regeln zur Rechtsanwendung könnten also zur Rechtssicherheit beitragen und sind deshalb als ein Teil des Anlegerschutzes zu werten.

Der europäische Gesetzgeber hat bislang keine Regelungen für den Fall von Rechtskollisionen auf den Kapitalmärkten erlassen. Deshalb sind in der Forschung (vgl. Bachmann, 2007, S. 80ff; vgl. Einsele, 2012, S. 39ff) und teilweise in der Praxis (vgl. Schmitt, 2010, S. 369ff) verschiedene Ansätze zur Lösung der Rechtskollisionen diskutiert worden. Dabei besteht Einigkeit, dass es sich bei der Prospekthaft auf den Kapitalmärkten um die Haftung aus einer nicht erlaubten Handlung handelt und damit ins Deliktrecht fällt (vgl. ebenda). Es handelt sich also um eine Haftung aus einem außervertraglichen Schuldverhältnis.

Zur Klärung der im Deliktrecht anzuwendenden Rechtsordnung wurde in der EU die Verordnung (EG) Nr. 864/2007 erlassen, die Klarheit über „das auf außervertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht“ geben soll (Parlament und Rat, 2007, S. 1). Diese umgangssprachlich genannte ROM-II Verordnung enthält mit Art. 4 Abs. 1 eine allgemeine Kollisionsnorm, nach der „aus unerlaubter Handlung das Recht des Staates anzuwenden [ist], in dem der Schaden eintritt“. Bei der Prospekthaftung ist der Ort, an dem der Schaden als eingetreten gilt, der Sitz der kontoführenden Bank des geschädigten Anlegers. Hieraus resultiert eine gewisse Willkür des anzuwendenden Rechts, da hieraus die Anwendung von Recht aus jedem Staat denkbar ist (vgl. Einsele, 2012, S. 29).

Deswegen könnte die Neigung aufkommen, auf die Regelungen aus Art. 6 zurückgreifen zu wollen. Nach Art. 6 Abs. 1 wäre das Recht des Staates anzuwenden „in dessen Gebiet die Wettbewerbsbeziehungen oder die kollektiven Interessen der Verbraucher beeinträchtigt worden sind oder wahrscheinlich beeinträchtigt werden.“ Damit könnte einer möglichen Willkür aus der Regelung des Art. 4 vorgebeugt werden. Argumentativ könnte angeführt werden, dass ein nicht richtiges Prospekt eine wettbewerbsbegünstigende Ausgangssituation schaffen könnte. Allerdings würde diese Argumentation und die daraus abgeleitete Einschlägigkeit des Art. 6 in der Rechtslehre universell abgelehnt werden. Dies liegt darin

begründet, dass mit dem Wettbewerbsrecht die Rahmenbedingungen von miteinander in den Wettbewerb tretenden Marktteilnehmer reguliert werden sollen. Das Prospektrecht mit der Prospekthaftung hingegen soll dem Schutz der Anleger dienen (vgl. Lehmann, 2012, S. 401). Art. 6 fällt damit dogmatisch eine andere Aufgabe zu, weshalb die Anwendbarkeit abgelehnt wird.

Um diese Situation der etwaigen Willkür aus Art. 4 und der Nichtanwendbarkeit des Art. 6 entgegenzuwirken, entwickelte eine Spezialkommission des Rats für internationales Privatrecht einen Entwurf für einen Art. 6a der ROM-II-Verordnung. Hiernach sollte das Recht des Staates Anwendung finden, in dem die Zulassung des Finanzproduktes an einem geregelten Markt erfolgt ist (vgl. ebenda, S. 402ff). Sollte das Finanzprodukt auf mehreren Märkten zugelassen worden sein oder außerbörslich an unregulierten Märkten gehandelt werden, war beabsichtigt, dass der Erwerbs- und Veräußerungsort des Finanzproduktes als subsidiäres Kriterium herangezogen werden kann (vgl. ebenda). Eine Umsetzung des Entwurfs von Art. 6a ist nicht erfolgt.

Mit der Frage des Schadensersatzes aus der deliktischen Prospekthaftung und gerichtlichen Zuständigkeit hatte der EuGH sich mittelbar auf Basis der EG-Verordnung Nr. 44/200 „Verordnung des Rates über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen“ (sog. Brüssel-I Verordnung) in der Kolassa Entscheidung von 2015 zu äußern. Der EuGH beantwortete Rechtsanwendungsfragen zur Brüssel-I Verordnung, blieb in seinem Urteil zu darüberhinausgehenden Sachverhalten vage. So bekräftigte der EuGH, dass bei der Prospekthaftung eine deliktische Haftung einschlägig sein kann und dass verschiedene Anknüpfungspunkte für das anzuwendende Recht und die Gerichtsbarkeit denkbar sind (vgl. EuGH, 2015, Rn. 42ff). Konkret wurde der EuGH nicht, insbesondere wurde kein Bezug auf die ROM-II Verordnung zu Klärung der Frage nach dem anzuwendenden Recht genommen. Die Frage nach dem anzuwendenden Recht im EU Binnenraum ist damit weiterhin ungeklärt.

## 11 Eckpfeiler 2: Überarbeitung des Rahmens für Verbriefungen (Verordnung 2017/2402)

---

### 11.1 Einleitung

In 2010 hat die EU die Errichtung der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA<sup>88</sup>) mit der Verordnung Nr. 1095/2010, der sog. „ESMA-Verordnung“, beschlossen. Die Etablierung der ESMA sollte ein Signal zu Zeiten der Krise von 2007 an die Finanzmärkte und die Öffentlichkeit sein, indem in der ESMA-Verordnung als Aufgabe festgehalten wurde, dass die ESMA das „öffentliche Interesse .. schützen [werde], indem sie für die Wirtschaft der Union, ihre Bürger und Unternehmen zur kurz-, mittel- und langfristigen Stabilität und Effektivität des Finanzsystems beiträgt“ (Parlament und Rat, 2010b, Art. 1 Abs. 5).

Um ihrer Aufgabe gerecht werden zu können, ist die ESMA mit bestimmten Befugnissen ausgestattet worden (vgl. ebenda, Art. 8 Abs. 2). Hierzu zählen die Herausgabe von technischen Regulierungsstandards (vgl. ebenda, Art. 8 Abs. 2 lit. a)), technische Durchführungsstandards (vgl. ebenda, Art. 8 Abs. 2 lit. b)), Herausgabe von Leitlinien und Empfehlungen (vgl. lit. c)), Erlass von Einzelfallbeschlüssen (vgl. ebenda, Art. 8 Abs. 2 lit. e) und f)) und die Abgabe von Stellungnahmen, die eine Grundlage für Gesetzeserlasse des Europäischen Gesetzgebers sein können (vgl. ebenda, Art. 8 Abs. 2 lit. g)). Auch die Führung einer zentral zugänglichen Datenbank der registrierten Finanzmarktteilnehmer auf dem europäischen Finanzbinnenmarkt ist eine Befugnis, die der ESMA zusteht und von ihr wahrgenommen wird (vgl. ebenda).

Seit der Einführung der ESMA-Verordnung sind die Aufgaben und Befugnisse der ESMA durch den europäischen Gesetzgeber stetig ausgebaut worden. Die Ausweitung der Befugnisse geht mit dem Erlass neuer Gesetze einher, bei denen die ESMA als Aufsichtsbehörde fungiert. So sind die Befugnisse der ESMA auch mit der Verordnung zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache,

---

<sup>88</sup> Die Nutzung der Abkürzung ESMA für die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ist aufgrund ihrer englischen Bezeichnung European Securities and Markets Authority (ESMA) in der Finanzbranche geläufig und wird im Folgenden deshalb ebenfalls verwendet.

transparente und standardisierte Verbriefung in 2017 erweitert worden (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 14ff).

Die ESMA soll über die Einhaltung der Regelungen wachen, die mit der Verordnung zur Überarbeitung des Rahmens für Verbriefungen eingeführt worden sind (vgl. ebenda). Diese Regelungen wurden eingeführt, weil diese für den Europäische Gesetzgeber ein „Baustein der Kapitalmarktunion [sind] und .. zum prioritären Ziel der Kommission bei[tragen], die Schaffung von Arbeitsplätzen und die Rückkehr zu nachhaltigem Wachstum zu unterstützen.“ (ebenda, Erwägungsgrund 2).

Zur Erreichung des prioritären Ziels soll eine Diversifizierung von Finanzierungsquellen im Finanzsystem und die breite Risikostreuung mittels Verbriefungen gefördert werden (vgl. ebenda, Erwägungsgrund 4). Der Hintergrund ist, dass Finanzdienstleister mittels Verbriefungen die Möglichkeit haben, die eigene Bilanz zu entlasten. Durch die bilanzielle Entlastung verbessern Finanzdienstleister bilanzielle Kennzahlen. Da bestimmte bilanzielle Kennzahlen von Finanzdienstleistern bei einer Darlehensvergabe einzuhalten sind, wird ihnen mittels Verbriefungen und der miteinhergehenden Entlastung der Bilanz eine Ausweitung der Darlehensvergabe ermöglicht (vgl. ebenda). Da von Unternehmern in der Wirtschaft Darlehen benötigt werden, erwartet die EU hieraus positive Effekte und letztlich „die Rückkehr zu nachhaltigem Wachstum“ (ebenda, Erwägungsgrund 2), vergleichbar mit den Zeiten vor der Krise von 2007.

Diese Praktik, die eigene Bilanz zu entlasten und das Risiko mit Verbriefungen zu streuen, war bereits zu Zeiten der Finanzkrise geläufig. Die Undurchsichtigkeit und die Informationsasymmetrie, die zwischen dem Emittenten und den Investoren in Verbriefungen herrscht, waren Gründe, weshalb Verbriefungen zumindest eine Teilschuld an der Finanzkrise von 2007 und ihrem Ausmaß gegeben wurden (vgl. FSA, 2009, S. 49; vgl. The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 42f; vgl. Paul und Frank, 2015, S. 3ff). Emittenten hatten das Risikogehalt von Verbriefungen teilweise vorsätzlich verschleiert und Investoren gezielt getäuscht (vgl. ebenda). Als dann solche Verbriefungen wertlos wurden, erlitten Investoren Verluste und es folgten unerwünschte Effekte für die Wirtschaft. Direkt auf diese Praktik beziehend sagt der EU Gesetzgeber, dass „die vor der Finanzkrise von 2007 begangenen

Fehler [bei der Überarbeitung des Rahmens für Verbriefungen] vermieden werden“ sollen (Parlament und Rat, 2017b, Abs. 2).

Im Folgenden wird die Verordnung zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung analysiert. Die Ziele des Europäischen Gesetzgebers, die er mit Umsetzung der Verordnung verfolgt, sind in ökonomische, regulatorische und rechtliche Ziele bzw. Absichten kategorisierbar. So ist das ökonomische Ziel, die Rückkehr zu nachhaltigem Wachstum zu unterstützen und die miteinhergehende Schaffung von Arbeitsplätzen (vgl. ebenda, Erwägungsgrund 2). Regulatorisch sollen die in der Krise von 2007 begangenen Fehler mit Blick auf Verbriefungen angegangen und künftig vermieden werden (vgl. ebenda). Im Anschluss werden rechtliche Ausgestaltungsmerkmale geprüft.

## **11.2 Überblick über die Funktionsweise einer traditionellen Verbriefung und beteiligte Parteien**

Mit dem Überblick über die Funktionsweise einer traditionellen Verbriefung und den beteiligten Parteien soll ein Beitrag zur Lesbarkeit und die Basis für eine bessere Verständlichkeit der folgenden Abschnitte geleistet werden. Die nachfolgenden Ausführungen zur Funktionsweise und den beteiligten Parteien an einer traditionellen Verbriefung sind mit Berücksichtigung auf Begriffe abgebildet worden, die der Europäische Gesetzgeber in der Verordnung zu Verbriefungen verwendet (vgl. Abschnitt 11.3.1).

Die Grundstruktur unter Berücksichtigung beteiligter Parteien ist in der nachfolgenden Grafik abgebildet:

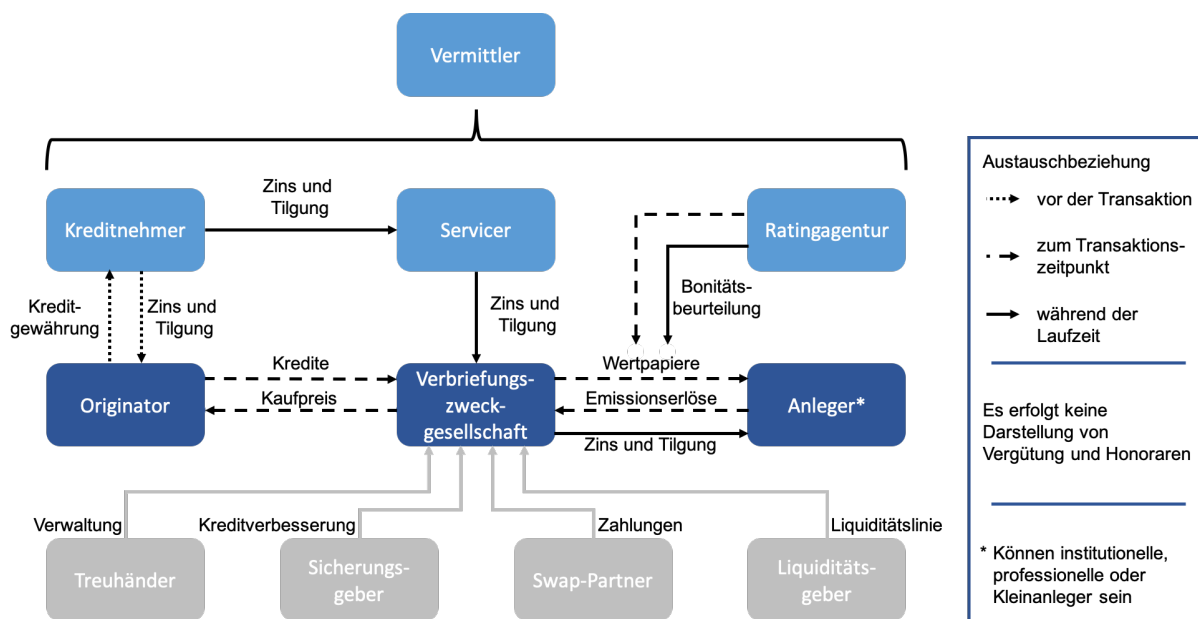


Abbildung 9: Struktur und Akteure in einer Verbriefungstransaktion (Quelle: Eigene Darstellung nach Ricken, 2007, S. 26).

Ein Kreditnehmer hat mit seiner Bank (Originator) einen Kreditvertrag abgeschlossen. Im Rahmen einer traditionellen Verbriefung werden die zu verbriefenden Werte, im hier abgebildeten Fall ist das der abgeschlossene Kredit, vom Originator an eine Verbriefungszweckgesellschaft verkauft. Die Verbriefungszweckgesellschaft begibt auf einem ausgewählten Kapitalmarkt Wertpapiere, die mit den Zahlungsansprüchen aus den gekauften Krediten besichert sind. Diese Wertpapiere werden von Anlegern gekauft. Mit dem Kauf geht das Kreditrisiko auf die Anleger über, da der Wert der Wertpapiere (die verbrieften Kredite) davon abhängig ist, dass der Kreditnehmer Zins und Tilgung leistet (vgl. Ricken, 2007, S. 26ff).

### 11.3 Inhalte der Verordnung zur Schaffung eines Rahmens für Verbriefungen (2017/2402)

#### 11.3.1 Anwendungsbereich

Die Regelungen der Verordnung gelten verpflichtend für (1) institutionelle Anleger, (2) Originatoren, (3) Sponsoren, (4) ursprüngliche Kreditgeber und (5) Verbriefungszweckgesellschaften (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 1 Abs. 2). Der Europäische Gesetzgeber greift auf europäisches Sekundärrecht zurück, um zu definieren, wer

als (1) institutionelle Anleger, (2) Originatoren, (3) Sponsoren, (4) ursprüngliche Kreditgeber und (5) Verbriefungszweckgesellschaften gilt (vgl. ebenda, Art. 2).

- Im Überblick dargestellt gilt als (1) institutioneller Anleger ein Anleger, der eines der folgenden Merkmale erfüllt bzw. eines der folgenden ist:
- ein Versicherungsunternehmen (vgl. ebenda, Art. 2 Nr. 12 lit. a)),
- ein Rückversicherungsunternehmen (vgl. ebenda, Art. 2 Nr. 12 lit. b)),
- eine Einrichtung der betrieblichen Altersversorgung (vgl. ebenda, Art. 2 Nr. 12 lit. c)),
- ein Verwalter alternativer Investmentfonds (vgl. ebenda, Art. 2 Nr. 12 lit. d)),
- eine Verwaltungsgesellschaft für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (vgl. ebenda, Art. 2 Nr. 12 lit. e)),
- ein intern verwalteter OGAW (vgl. ebenda, Art. 2 Nr. 12 lit. f))
- und ein Kreditinstitut oder eine Wertpapierfirma (vgl. ebenda, Art. 2 Nr. 12 lit. g)).

(2) Originator ist derjenige, der „selbst oder über verbundene Unternehmen direkt oder indirekt an der ursprünglichen Vereinbarung beteiligt war, die die Verpflichtungen oder potenziellen Verpflichtungen des Schuldners bzw. potenziellen Schuldners begründet hat, durch die die Risikopositionen entstehen, die nun Gegenstand der Verbriefung sind;“ (ebenda, Abs. 2 Nr. 3 lit. a)) oder die Risikoposition von einem Dritten erwirbt und anschließend verbrieft (vgl. ebenda, Abs. 2 Nr. 3 lit. b)).

(3) Sponsor ist ein Kreditinstitut, unabhängig davon, ob es im EU Binnenraum ansässig ist, das nicht Originator ist und die Verbriefung mit Risikopositionen Dritter auflegt und verwaltet (vgl. ebenda, Abs. 2 Nr. 5 lit. a)) oder die Verbriefung mit Risikopositionen Dritter auflegt und die Verwaltung auf an einen Dritten übertragen hat (vgl. ebenda, Abs. 2 Nr. 5 lit. b)). Gleiches gilt für eine Wertpapierfirma, die nicht Originator ist (vgl. ebenda, Abs. 2 Nr. 5).

(4) Ursprünglicher Kreditgeber ist derjenige, der „selbst oder über verbundene Unternehmen direkt oder indirekt die ursprüngliche Vereinbarung geschlossen hat“ (ebenda, Abs. 2 Nr. 20).

(5) Verbriefungszweckgesellschaften sind diejenigen, unabhängig davon, ob es sich um eine Treuhandgesellschaft oder eine andere Einrichtung handelt, die kein Originator oder Sponsor ist, dessen Funktionen aber übernimmt (vgl. ebenda, Abs. 2 Nr. 2).

### 11.3.2 Für alle Verbriefungen geltende Regelungen

Mit der Verordnung sind allgemeingeltende Regelungen zum Umgang und zur Ausgestaltung von Verbriefungen eingeführt worden. Die Regelungen gelten folglich für jede Form der Verbriefung, unabhängig davon, wie diese konkret ausgestaltet worden ist.

#### 11.3.2.1 Grundsätzliches Verbot des Verkaufs an Kleinanleger

Mit Umsetzung der Verordnung ist ein grundsätzliches Verbot des Verkaufs von Verbriefungen an Kleinanleger eingeführt worden (vgl. ebenda, Art. 3). Kleinanleger sind alle nicht professionellen Anleger (vgl. Parlament und Rat, 2014, Art. 4 Abs. 1 Nr. 11). Um als professioneller Anleger behandelt zu werden, können Anleger bei ihrer zuständigen Aufsichtsbehörde einen Antrag stellen. Hierzu sind mind. zwei der drei folgenden Voraussetzungen zu erfüllen (ebenda, Anhang II):

- 1. Der Kunde hat an dem relevanten Markt während der vier vorhergehenden Quartale durchschnittlich pro Quartal 10 Geschäfte von erheblichem Umfang abgeschlossen.*
- 2. Das Finanzinstrument-Portfolio des Kunden, das definitionsgemäß Bardepots und Finanzinstrumente umfasst, übersteigt 500 000 EUR.*
- 3. Der Kunde ist oder war mindestens ein Jahr lang in einer beruflichen Position im Finanzsektor tätig, die Kenntnisse über die geplanten Geschäfte oder Dienstleistungen voraussetzt.*

Von dem grundsätzlichen Verbot des Verkaufs von Verbriefungen an nicht professionelle Anleger kann abgesehen werden, wenn der Verkäufer mit dem Käufer einen Eignungstest nach bestimmten Kriterien durchgeführt hat (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 3 Abs. 1 lit. a)), der Verkäufer sich auf Grundlage des Eignungstests davon überzeugt hat, dass die Verbriefung eine geeignete Anlage für den Käufer ist (vgl. ebenda, Art. 3 Abs. 1 lit. b)) und dem nicht professionellen Anleger das Ergebnis des Eignungstests unmittelbar in Form eines Berichts mitteilt (vgl. ebenda, Art. 3 Abs. 1 lit. c)).

Unter Einhaltung der vorgenannten Bedingungen darf der Verkauf nur durchgeführt werden, wenn das Finanzinstrument-Portfolio des nicht professionellen Anlegers den Betrag von EUR



500.000 nicht überschreitet und nicht mehr als 10 % seines Gesamt-Portfolio-Betrags in Verbriefungen investiert (vgl. ebenda, Art. 3 Abs. 2).

#### 11.3.2.2 Pflichten des institutionellen Anlegers

Ein institutioneller Anleger<sup>89</sup>, der vom professionellen Anleger und Kleinanleger zu unterscheiden ist (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 2f), darf nach der Verbriefungsverordnung ausschließlich dann Verbriefungspositionen halten, sofern bestimmte Sorgfaltspflichten erfüllt sind (vgl. ebenda, Art. 5).

Solche Sorgfaltspflichten sind etwa, dass der institutionelle Anleger zu prüfen hat, dass die Kreditvergabe der verbrieften Risikopositionen auf „solider, genau definierter Kriterien und anhand eindeutig festgelegter Verfahren für die Genehmigung, Änderung, Verlängerung und Finanzierung dieser Kredite“ erfolgt ist (ebenda, Art. 5 Abs. 1 lit. a)). In diesem Zusammenhang hat der institutionelle Anleger zu prüfen, ob der verpflichtend zu haltende Selbstbehalt vom Originator, Sponsor oder dem ursprünglichen Kreditgeber i.H.v. 5 % des Nettoanteils der herausgegebenen Verbriefungen gehalten wird (vgl. ebenda, Art. 5 Abs. 1 lit. d)).

Ferner hat der institutionelle Anleger über wirksame Systeme zur Anwendung und Überwachung der Einhaltung der Sorgfaltspflichten zu verfügen, die ihn gleichzeitig in die Lage versetzen, die mit den Verbriefungen erworbenen Risiken für sich selbst einzuwerten und zu bewerten (vgl. vgl. ebenda, Art. 5 Abs. 2). Hierzu sind Methoden zu entwickeln, auf deren Basis die Risikomerkmale und die zugrundeliegenden Risikopositionen sowie strukturellen Merkmale sämtlicher Verbriefungspositionen definiert und anschließend eingewertet werden können (vgl. ebenda). Über die Ergebnisse ist regelmäßig im Rahmen einer fortlaufenden internen Berichterstattung zu informieren (vgl. ebenda, Art. 5 Abs. 4).

Folglich hat der institutionelle Anleger ein effektives Risikomanagementsystem vorzuhalten, auf dessen Basis das Risiko von Verbriefungen adäquat eingeschätzt werden kann. Der institutionelle Anleger hat auf Verlangen den zuständigen Behörden die Effektivität und

---

<sup>89</sup> vgl. Abschnitt 12.3.1 für die Definition von institutionellen Anlegern nach der Verbriefungsverordnung.

Angemessenheit des Risikomanagementsystems in Bezug auf Verbriefungen nachzuweisen (vgl. ebenda, Art. 5 Abs. 4 lit. e)).

### 11.3.2.3 Transparenzpflichten, Verbot der Wiederverbriefungen und Risikselbstbehalt

Originatoren, Sponsoren, ursprüngliche Kreditgeber und Verbriefungszweckgesellschaften sind mit Umsetzung der Verordnung zur Einhaltung und Überwachung bestimmter Anforderungen verpflichtet worden.

Von den Originatoren, Sponsoren und Verbriefungszweckgesellschaften sind den Käufern oder potenziellen Käufern mindestens Informationen über die zugrundeliegenden Risikopositionen (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 7 Abs. 1 lit. a)) sowie alle zum Verständnis der Transaktion wesentliche Dokumentation (vgl. ebenda, Art. 7 Abs. 1 lit. b)) zur Verfügung zu stellen. Hierzu gehören bspw. (vgl. Flunker et al., 2018, S. 12):

- Daten der zugrundeliegenden Vermögenswerte (Zurverfügungstellung mind. vierteljährlich. Es gelten ggf. strengere Offenlegungspflichten),
- Transaktionsdokumente und sonstige Verträge, die im Zusammenhang mit der Transaktion stehen (bspw. Wertpapierprospekt, Besicherungsvereinbarungen und Informationen zur Servicing),
- Anleger- bzw. Investorenreports (Zurverfügungstellung mind. vierteljährlich. Es gelten ggf. strengere Offenlegungspflichten)
- Ad-hoc-Meldungen sowie Informationen über vergangene, aktuelle und zukünftige wesentliche Ereignisse und Veränderungen

Eine detaillierte Liste der zu veröffentlichten Informationen hat die ESMA auf Basis ihrer Ermächtigung zur Konkretisierung der Verbriefungsverordnung erlassen (vgl. ESMA, 2020b, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-128-563\\_questions\\_and\\_answers\\_on\\_securitisation.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-128-563_questions_and_answers_on_securitisation.pdf) [abgefragt am: 06.06.2020]). Auf Basis der offenzulegenden Informationen sollen die Anleger und potenziellen Anleger ihre Risikobeurteilung durchführen können.

Mit Umsetzung der Verordnung ist ein Verbot der Wiederverbriefung eingeführt worden, das für Finanzprodukte gilt, die nach dem 1. Januar 2019 emittiert wurden (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 8). Dies bedeutet, dass keine Verbriefung von Verbriefungen erfolgen darf und damit verschachtelte Konstruktionen, die über das Potenzial verfügen könnten über das Risikogehalt in einer Verbriefung täuschen zu können, nicht länger erlaubt sind. Ausnahmen vom Verbot der Wiederverbriefungen sind ausschließlich unter strengen Auflagen zulässig und bedürfen der Zustimmung der zuständigen Aufsichtsbehörde (vgl. ebenda, Art. 8 Abs. 2 und 3).

Um die Einschätzbarkeit des Risikogehalts in Verbriefungen zu fördern, ist die Anwendung von den gleichen „soliden und klar definierten Kreditvergabekriterien“ verbindlich, wie bei Krediten, die nicht für eine Verbriefung gedacht sind (ebenda, Art. 9). Deshalb hat jeder Kreditgeber über ein wirksames Kreditvergabesystem mit klar definierten Kriterien und Verfahren zu verfügen, „um sicherzustellen, dass die Kreditvergabe auf einer gründlichen Bewertung der Kreditwürdigkeit des Schuldners basiert.“ (ebenda, Art. 9). Ebenfalls ist das Verbot des sog. Cherry Picking eingeführt worden (vgl. Flunker et al., 2018, S. 10). Damit ist die Übertragung und anschließende Verbriefung von Vermögenswerten, die während ihrer Laufzeit oder im Zeitraum von vier Jahren höhere Verluste verursacht haben als vergleichbare Vermögenswerte des Originators, verboten (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 6 Abs. 2). Nachgewiesene Verstöße können sanktioniert werden (vgl. ebenda, Art. 32ff).

Der Originator, Sponsor oder der ursprüngliche Kreditgeber der Verbriefung ist dazu verpflichtet, über die gesamte Laufzeit einen kontinuierlichen Nettoanteil von mind. 5 % der Verbriefung zu halten (vgl. ebenda, Art. 6 Abs. 1). Ist keine Regelung unter den Parteien getroffen worden, ist der 5 % Selbstbehalt stets vom Originator zu halten. Eine Aufteilung des 5 % Selbstbehalts zwischen mehreren Parteien ist unzulässig (vgl. ebenda).

#### 11.3.2.4 Die Registrierung von Verbriefungen im Registrierungsregister durch die ESMA

Wenn eine Verbriefung auf den Markt gegeben werden soll, sind zunächst Informationen zu dieser Verbriefung beim Verbriefungsregister einzureichen (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 5). Das Verbriefungsregister ist als eine juristische Person auf nationaler Ebene der Mitgliedstaaten definiert, „die die Aufzeichnungen zu Verbriefungen zentral sammelt und

verwahrt“ (ebenda, Art. 2 Nr. 23) und in der Europäischen Union niedergelassen sein muss (vgl. ebenda, Art 10 Abs. 2). Dabei handelt es sich in der Praxis oftmals um (Finanz-)Aufsichtsbehörden im Europäischen Binnenraum (vgl. ebenda, Art. 11 Abs. 1).

Das Verbriefungsregister richtet, nach Erhalt der Informationen, den Antrag auf die Registrierung an die ESMA (vgl. ebenda, Art. 10 Abs. 5 Nr. 1). Liegt bereits eine Registrierung vor und sollen weitere Verbriefungen auf dem Markt gehandelt werden, so ist der Antrag auf eine Registrierungserweiterung zu stellen (vgl. ebenda, Art. 10 Abs. 5 Nr. 2). Hierbei ist der ESMA ein Informationsaustauschrecht eingeräumt, wonach alle Informationen ausgetauscht werden dürfen, die für die ESMA zur Registrierung erforderlich sind (vgl. ebenda, Art. 10 Abs. 2).

Nach Erhalt des Registrierungsantrags prüft die ESMA diesen innerhalb von 40 Werktagen und informiert über ihre Entscheidung der Zustimmung oder Ablehnung als Beschluss (vgl. ebenda, Art. 12 Abs. 1). Dieser Beschluss wird zusammen mit einer ausführlichen Begründung innerhalb von 5 Werktagen dem Verbriefungsregister zur Verfügung gestellt (vgl. ebenda, Art. 12 Abs. 2). Diese Regelungen gelten sowohl für positive als auch negative Beschlüsse zur Registrierung (vgl. ebenda). Die ESMA aktualisiert ihre zentral zugängliche Datenbank zu den Verbriefungen spätestens 5 Tage nach dem jeweiligen Beschluss (vgl. ebenda, Art. 12 Abs. 3).

Der ESMA steht es zu, eine bereits erfolgte Registrierung zu widerrufen, wenn eine Überprüfung ergeben hat, dass die Gründe für die Registrierung nicht länger vorliegen (vgl. ebenda, Art. 15 Abs. 1). Die Entscheidung des Widerrufs teilt die ESMA dem zuständigen Verbriefungsregister unverzüglich mit (vgl. ebenda, Art. 15 Abs. 2) und die zentral zugängliche Datenbank der ESMA wird entsprechend aktualisiert (vgl. ebenda, Art 12 Abs. 3).

#### **11.4 Einfache, transparente und standardisierte (STS)-Verbriefungen**

Mit Erlass der Verordnung hat der Europäische Gesetzgeber Regelungen zu den einfachen, transparenten und standardisierten (STS<sup>90</sup>)-Verbriefungen erlassen. Die ESMA informiert, dass

---

<sup>90</sup> In der deutschsprachigen Version der Verordnung zu den Verbriefungen wird die Abkürzung „STS“ für das englische Äquivalent „simple, transparent and standardised“ verwendet.

mit den Regelungen zu den STS-Verbriefungen ein Beitrag zur Harmonisierung der Verbriefungsregelungen im europäischen Binnenraum geleistet wird (vgl. ESMA, 2020a, <https://www.esma.europa.eu/policy-activities/securitisation> [abgefragt am: 07.07.2020]).

Die Regelungen zu den STS-Verbriefungen sind derzeit nicht für forderungsgedekte Geldmarktpapiere<sup>91</sup> (ABCP) sowie synthetische Verbriefungen<sup>92</sup> einschlägig (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 2ff). Jede andere Verbriefung kann eine STS-Verbriefung sein und darf dieses Kürzel verwenden, sofern sie die Anforderungen an STS Verbriefungen erfüllt (vgl. ebenda, Art. 18).

#### **11.4.1 Das Merkmal der „Einfachheit“**

Als „einfach“ im Sinne der Verordnung gelten Verbriefungen, wenn vom Verkäufer der Verbriefung das Eigentum an der zugrundeliegenden Risikoposition, bspw. den der Verbriefung zugrundeliegenden Krediten, erworben worden ist (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 20 Abs. 1). Andernfalls ist sicherzustellen, dass die Übertragung des Eigentumsrechts auf einen Dritten, bspw. die Verbriefungszweckgesellschaft, im Falle einer Insolvenz des Verkäufers keinen schwerwiegenden Rückforderungsvereinbarungen unterliegen (vgl. ebenda). Auch darf es in den verbrieften Risikopositionen nicht bereits zu Ausfällen gekommen oder die Bonität von Schuldern beeinträchtigt sein (vgl. ebenda, Art 20 Abs. 11).

#### **11.4.2 Das Merkmal der „Transparenz“**

Zur Erfüllung des Merkmals der „Transparenz“ sind mehrere Anforderungen einzuhalten. So sind der Originator und der Sponsor dazu verpflichtet, vor der Bepreisung den potenziellen Anlegern Daten über die Werteentwicklung, auch im Hinblick auf Ausfälle und Verluste, für möglichst ähnliche bzw. vergleichbare Risikoposition zur Verfügung zu stellen (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 22 Abs. 1).

---

<sup>91</sup> Bei forderungsgedeckten Geldmarktpapieren handelt es sich um emittierte und verbrieft Wertpapiere mit einer ursprünglichen Laufzeit von maximal einem Jahr (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 2 Nr. 7).

<sup>92</sup> vgl. Abschnitt 12.7.1.2 für Erläuterungen zu sog. „true sale“ und „synthetischen“ Verbriefungen.

Vor der Emission sind die der Verbriefung zugrundeliegenden Risikopositionen von einer unabhängigen Stelle einer Überprüfung zu unterziehen. Hierbei wird u.a. überprüft, ob die offengelegten Daten, die potenziellen Anlegern zur Verfügung gestellt werden sollen, korrekt sind (vgl. ebenda, Art. 22 Abs. 2).

Ergänzend ist den potenziellen Anlegern vor der Bepreisung ein Modell zur Verfügung zu stellen, das „das vertragliche Verhältnis zwischen den zugrundeliegenden Risikopositionen“ und die genauen Zahlungsströme „zwischen dem Originator, dem Sponsor, den Anlegern, sonstigen Dritten und der Verbriefungszweckgesellschaft getätigt werden“, abbildet (ebenda, Art. 22 Abs. 3).

### **11.4.3 Das Merkmal der „Standardisierung“**

Zur Erfüllung des Merkmals der „Standardisierung“ im Sinne der Verordnung sind mehrere Anforderungen zu erfüllen. So ist sicherzustellen, dass die Risikopositionen der Verbriefung selbst keine Derivatkontrakte umfasst (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 21 Abs. 2). Etwaige Zins- und Währungsrisiken sind gering zu halten und Maßnahmen zu deren Mitigierung zu ergreifen und offenzulegen (vgl. ebenda).

Ferner darf die Verbriefungszweckgesellschaft selbst keine Derivatekontrakte zur Absicherung oder Spekulation auf die eigene Verbriefung abschließen, es sei denn, der Derivatkontrakt dient zur Absicherung des Zins- oder Währungsrisikos (vgl. ebenda).

Zinszahlungen, die an einen Referenzwert gebunden sind, haben auf marktüblichen Ansätzen zu basieren, die die Refinanzierungskosten widerspiegeln. Sie dürfen unter keinen Umständen an „komplexe Formeln oder Derivate gebunden“ sein (ebenda, Art. 21 Abs. 3).

Ebenfalls ist die ordnungsgemäße Rückzahlung an Anleger im regulären und irregulären Falle sicherzustellen (vgl. ebenda, Art. 21 Abs. 4). Für irregulär verlaufende Fälle in Risikopositionen sind klare Maßnahmen mit Blick auf das Forderungsmanagement zu treffen und darüber zu informieren (vgl. ebenda, Art. 21 Abs. 9). Auch etwaige Stimmrechte, mit Blick auf Konfliktlösungen zwischen den Anlegern, sind zu regeln und deren Einhaltung ist sicherzustellen (vgl. ebenda, Art. 21 Abs. 9 und 10).

Im Ergebnis bedeutet „standardisiert“, dass sicherzustellen ist, dass bestimmte Maßnahmen zum Schutz von Anlegern zu ergreifen sind und es grundsätzlich keine Bevorzugung bestimmter Anleger geben darf. Es herrscht folglich ein Verbot von Regelungen, die bestimmten Anlegern zum Nachteil gereichen können (vgl. ebenda, Art. 21 Abs. 4).

#### **11.4.4 Meldung an die ESMA über die Einhaltung der STS-Anforderungen und regelmäßige Überprüfung**

Sind die Anforderungen an STS-Verbriefungen eingehalten, kann eine STS-Meldung an die ESMA vorbereitet werden (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 27 Abs. 1). Hierzu ist von der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde ein zugelassener, unabhängiger Dritter zu beauftragen, der die Einhaltung der STS-Anforderungen überprüft (vgl. ebenda, Art. 28 Abs. 1). Die Kosten für den unabhängigen Dritten sind von den an der Verbriefung beteiligten Parteien zu tragen, klassischerweise den Originatoren, Sponsoren oder Verbriefungszweckgesellschaften (vgl. ebenda, Art. 28 Abs. 1 lit. a)). Die Vergütung darf die beteiligten Parteien nicht diskriminieren und hat unabhängig von oder in Verknüpfung mit dem Ergebnis der Prüfung zu stehen (vgl. ebenda).

Der STS-Meldung ist der eigene Bericht, in dem die konkreten Maßnahmen und die zur Einhaltung konzipierte Methodik abgebildet worden ist, und der Bericht des unabhängigen Dritten – sofern dieser die Einhaltung an die STS Anforderungen bestätigt – sowie Informationen zum unabhängigen Dritten (vgl. ebenda, Art. 27 Abs. 2). Die Verantwortung und die Haftung gegenüber den Anlegern für Angaben zu den STS-Verbriefungen verbleibt bei den Originatoren, Sponsoren oder Verbriefungszweckgesellschaften. Eine (Teil-)Auslagerung der Verantwortung und Haftung auf den unabhängigen Dritten ist weder zulässig noch möglich (vgl. ebenda).

Die ESMA veröffentlicht die STS-Meldung auf ihrer offiziellen Internetpräsenz (vgl. ebenda, Art. 27 Abs. 1). Nach Veröffentlichung der STS-Meldung ist die zuständige Behörde verpflichtet, die Einhaltung der Anforderungen an STS-Verbriefungen zu überwachen. Hierzu sind regelmäßige Überprüfungen erforderlich, die von einem unabhängigen Dritten durchzuführen sind (vgl. ebenda, Art. 27 Abs. 2). Die Kosten sind von den Originatoren,

Sponsoren oder Verbriefungszweckgesellschaften zu tragen (vgl. ebenda, Art. 28 Abs. 3). Ist die zuständige Behörde der Ansicht, dass eine STS-Anforderung nicht länger erfüllt ist, hat eine unverzügliche Meldung an die ESMA zu erfolgen. Die ESMA aktualisiert dann die Liste mit STS-Verbriefungen entsprechend (vgl. ebenda, Art. 27 Abs. 5).

## 11.5 **Ökonomische Ziele der Verordnung zu den Verbriefungen**

In der Verordnung wurde das ökonomische Ziel festgehalten, dass mit den Regelungen eine Rückkehr zu nachhaltigem Wachstum unterstützt werden soll (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Erwägungsgrund 2). Damit würde die Schaffung von Arbeitsplätzen miteinhergehen (vgl. ebenda). Dies soll erreicht werden, indem mit der Verbriefungsverordnung „eine Neubelebung der Verbriefungsmärkte für Verbriefungen hoher Qualität“ unterstützt werden soll (ebenda).

Mit Blick auf das Emissionsvolumen von Verbriefungen in der EU stehen Informationen mit Stand bis 2018 zur Verfügung. 2018 war gleichzeitig das letzte Jahr, in welchem die Emissionen unter dem „alten“ Verbriefungsrecht vor Inkrafttreten der Verordnung erfolgen konnten.

Die nachfolgende Abbildung ist auf Basis von konsolidierten Informationen aus verschiedenen Quellen erstellt worden:



Entwicklung des Emissionsvolumen von Verbriefungen in der EU  
(in EUR Mrd.)

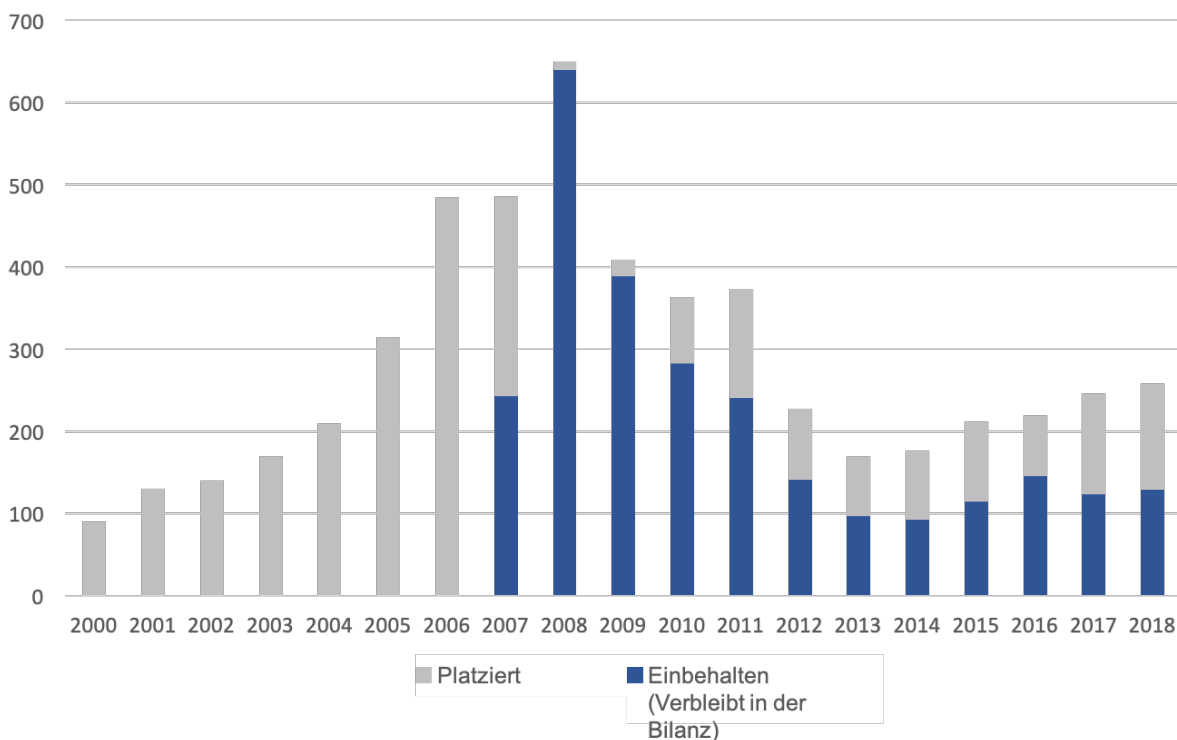


Abbildung 10: Entwicklung des Emissionsvolumen von Verbriefungen in der EU (Quelle: Eigene Darstellung nach von Informationen von Frühauf, 2010, <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/verbriefungen-wertaufholung-stuetzt-banken-1636899.html> [abgefragt am: 07.07.2020]; Bechthold, 2020, : [https://www.true-sale-international.de/fileadmin/tsi\\_gmbh/tsi\\_downloads/TSI\\_kompakt/Verbriefungsmarkt\\_2018\\_Zusammenfassung\\_HB\\_TSI\\_FINAL.pdf](https://www.true-sale-international.de/fileadmin/tsi_gmbh/tsi_downloads/TSI_kompakt/Verbriefungsmarkt_2018_Zusammenfassung_HB_TSI_FINAL.pdf) [abgefragt am: 07.07.2020]; TSI, 2020, <https://www.true-sale-international.de/research/abs-markt-in-deutschland/> [abgefragt am: 07.07.2020].

In den Jahren 2000 bis einschließlich 2006 konnten laut Aufzeichnung alle Verbriefungen auf dem europäischen Verbriefungsmarkt platziert werden (vgl. TSI, 2020, <https://www.true-sale-international.de/research/abs-markt-in-deutschland/> [abgefragt am: 07.07.2020]). Platzierung bedeutet, dass für alle Verbriefungen ein Abnehmer in Form von Anlegern gefunden werden konnte (vgl. Ricken, 2008, S. 23). Dies änderte sich mit Aufkommen der Finanzkrise in 2007. In 2007 und mit der Finanzkrise in 2008 in vollem Gange, fand eine starke Verschiebung des Verhältnisses von platzierten Verbriefungen hin zur Einbehaltung durch die Herausgeber von Verbriefungen statt. Während der Finanzkrise vertrauten sich die Banken untereinander nicht länger und der Interbankenmarkt, auf dem Banken sich u.a. über Verbriefungen refinanzierten, kam zum Erliegen. Die Banken waren damit im Hinblick auf die eigene Refinanzierung auf die EZB angewiesen. Dazu wurden insbesondere Kreditportfolien verbrieft. Die Verbriefungen wurden einbehalten und die von Ratingagenturen besser

bewerteten Teile der Verbriefungen wurden als Sicherheit für Refinanzierungen durch die EZB verwendet (vgl. Frühauf, 2010, <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/verbriefungen-wertaufholung-stuetzt-banken-1636899.html> [abgefragt am: 07.07.2020]).

Mit Blick auf die platzierten Verbriefungen trat die erste Erholung auf dem europäischen Verbriefungsmarkt in 2010 ein. Seitdem hat sich das Verhältnis von einbehaltenen und platzierten Verbriefungen kontinuierlich einem paritätischen Zustand angenähert. Erstmals wurde in 2018 mit 50,3 % wieder mehr Verbriefungen bei Anlegern platziert als einbehalten (vgl. TSI, 2020, <https://www.true-sale-international.de/research/abs-markt-in-deutschland/> [abgefragt am: 07.07.2020]). Es ist somit die in der Verordnung angestrebte Neubelebung der Finanzierungsmärkte in Europa bereits sichtbar, bevor die Verordnung in Kraft trat und anwendbar wurde.

Dennoch sollten die Bemühungen der EU mit der Verbriefungsverordnung nicht als unnötig verkannt werden. Gerade mit Blick auf die Verbriefungsmärkte innerhalb des europäischen Binnenraums können Unterschiede erkannt werden. Bereits in 2015 konnten auf dem deutschen Verbriefungsmarkt etwa 67 % der Emissionen bei Anlegern platziert werden. Deutschland hatte damit den höchsten Wert von platzierten Verbriefungen im Vergleich mit allen EU Staaten (vgl. TSI, 2020, <https://www.true-sale-international.de/research/abs-markt-in-deutschland/> [abgefragt am: 07.07.2020]). Dieser positive Trend setzte sich für Deutschland in den Folgejahren fort (vgl. ebenda). Deshalb sind die Harmonisierungsbemühungen, die mit den Regelungen der Verbriefungsverordnung angegangen werden, begrüßenswert. Zum einen sind die allgemeingeltenden Regelungen für alle Arten von Verbriefungen eingeführt worden (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 5ff) und zum anderen die besonderen Regelungen für STS-Verbriefungen (vgl. ebenda, Art. 18ff).

Mit dem Inkrafttreten und der Anwendbarkeit der Regelungen aus der Verordnung wird damit in den Wettbewerb unter den Verbriefungsmärkten im Europäischen Binnenraum eingegriffen. Durch Vorgabe von einheitlichen Regelungen soll der regulatorische Wettbewerb in den Mitgliedstaaten eingeschränkt werden, da für jeden Staat die gleichen Bedingungen gelten. Damit wird das Unterbieten von Standards unmöglich gemacht oder zumindest erschwert, da grundsätzlich ein einheitlicher Standard in der EU gilt. Somit

unterstützen die Regelungen die Chancengleichheit im Wettbewerb und eine Annäherung mit Blick auf die Qualität der angebotenen Verbriefungen (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Erwägungsgrund 18).

Mit Blick auf die Erholung der Verbriefungsmärkte in der EU und dem positiven Trend gehen Praktiker davon aus, dass sich beides weiter fortsetzen wird (vgl. Waldbröl, 2018, <https://www.pwclegal.de/blog/der-verbrieungsmarkt-2018-gute-stimmung-trotz-anhaltender-skepsis/> [abgefragt am: 07.07.2020]). Welche Effekte und welchen Einfluss die Regelungen aus der Verbriefungsverordnung haben werden, wird zu analysieren sein, nachdem entsprechende Zahlen für die Jahre seit Einführung der Verbriefungsverordnung zur Verfügung stehen. Andere Faktoren, wie bspw. der Brexit werden als wenig einflussnehmend eingeschätzt (vgl. ebenda). Welche Effekte jüngere Entwicklung haben werden, wie bspw. die Covid19-Pandemie beginnend in dem Jahre 2020, wird ebenfalls zu analysieren sein.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass der innereuropäische Verbriefungsmarkt sich seit der Finanzkrise bereits ohne die Regelungen der Verbriefungsverordnung erholt und ein Wachstum zu erkennen ist. Die Regelungen zur Harmonisierung der Verbriefungsregelungen im innereuropäischen Verbriefungsmarkt sind begrüßenswert, da hierdurch ein Wachstum auf Basis einheitlicher Qualität und Wettbewerbsregelungen begünstigt wird. Insofern kann die Verbriefungsverordnung dazu beitragen, ein nachhaltiges Wachstum zu unterstützen, womit die Schaffung von Arbeitsplätzen grundsätzlich miteinhergeht (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Erwägungsgrund 2).

## **11.6 Regulatorische Ziele der Verordnung zu den Verbriefungen**

Als regulatorisches Ziel für die Verordnung zu den Verbriefungen ist vom Europäischen Gesetzgeber festgehalten worden, dass die in der Finanzkrise von 2007 begangenen Fehler künftig vermieden werden sollen (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Erwägungsgrund 2).

Für eine Verbriefung werden grundsätzlich mehrere Finanzprodukte zusammengefasst und durch Umwandlung in Verbriefungen zu handelbaren Wertpapieren gemacht. Prominent wurde diese Praktik mit Finanzprodukten wie etwa Darlehen, diversen Risikopositionen (Derivate) und Immobilienkrediten zu Zeiten der Finanzkrise von 2007. Verbriefungen und

insbesondere Wiederverbriefungen, was die Verbriefung von Verbriefungen in neue Verbriefungen ist, wurden als hochkomplex, undurchsichtig, risikoreich und als die Finanzkrise und ihr Ausmaß begünstigend identifiziert (vgl. The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 38ff). Der Europäische Gesetzgeber nimmt in der Richtlinie konkreten Bezug auf diese Praktik, indem er ausführt, dass „Es .. das Ziel der Union [ist], den nach der Finanzkrise geschaffenen Rechtsrahmen zur Bewältigung der hochkomplexen, undurchsichtigen und risikoreichen Verbriefungsgeschäften innewohnenden Risiken zu stärken.“ Deshalb sind „Regeln [zu] erlassen .., mit denen einfache, transparente und standardisierte Produkte besser von komplexen, undurchsichtigen und risikohaltigen Instrumenten abgegrenzt werden und der Aufsichtsrahmen besser auf die tatsächlichen Risiken abgestimmt wird.“ (Parlament und Rat, 2017b, Erwägungsgrund 3).

Die Verantwortung zur Sicherstellung über die Einhaltung der Regelungen aus der Verordnung wurde der ESMA übertragen. Hierzu hat der Europäische Gesetzgeber die ESMA mit weitgehenden Rechten ausgestattet. So darf die ESMA etwa technische Regulierungsstandards, technische Durchführungsstandards sowie Leitlinien und Empfehlungen herausgeben (vgl. Parlament und Rat, 2010b, Art. 8). Im Rahmen ihrer Aufsichtstätigkeit ist die ESMA ferner berechtigt, die Einhaltung von Regelungen zu den Verbriefungen überprüfen zu lassen (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 14 i.V.m. Parlament und Rat, 2012, Art. 62ff). Hierzu kann die ESMA konkrete allgemeine Untersuchungen (vgl. Parlament und Rat, 2012, Art. 62) oder Prüfungen vor Ort durchführen oder einen Dritten mit der Durchführung beauftragen (vgl. ebenda, Art. 63). Im Falle von Verstößen kann die ESMA u.a. Geldbußen und Zwangsgelder verhängen (vgl. ebenda, Art. 65f).

Der Europäische Gesetzgeber hat die Regelungen zu den Verbriefungen zweiteilig aufgebaut: In Teil (1) sind Regelungen enthalten, die für sämtliche Formen der Verbriefungen gelten. In Teil (2) sind Regelungen enthalten, die in Bezug auf STS-Verbriefungen gelten.

In Teil (1) Teil wurde mit der Verordnung das Verbot der Wiederverbriefung eingeführt (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 8). Abgesehen von wenigen Ausnahmen gilt das Verbot der Wiederverbriefung uneingeschränkt (vgl. ebenda). Der Europäische Gesetzgeber will damit die Transparenz von Verbriefungen fördern (vgl. ebenda, Erwägungsgrund 8). Hierdurch wird undurchsichtigen Verbriefungskonstrukten entgegengewirkt, die u.a. in der Finanzkrise

von 2007 zur Verschleierung ihres tatsächlichen Risikogehalts aufgesetzt wurden (vgl. The Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 6).

Solche undurchsichtigen Verbriefungen wurden auch von Privatpersonen gekauft, die das Risikogehalt falsch einschätzten. Als die Verbriefungen in der Finanzkrise ihren Wert verloren, wurde die Falscheinschätzung offensichtlich (vgl. ebenda). Zur Vorbeugung und dem Schutz der Anleger hat der Europäische Gesetzgeber ein grundsätzliches Verkaufsverbot von Verbriefungen an Kleinanleger eingeführt. Kleinanleger dürfen Verbriefungen nur kaufen, wenn der die Verbriefung Verkaufende einen EU-genormten Eignungstest für Verbriefungen durchgeführt hat, sich auf Basis des Eignungstests davon überzeugt, dass die Verbriefung die geeignete Anlage für den Kleinanleger ist und dem Kleinanleger das Ergebnis unmittelbar mitteilt (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Abs. 3 Abs. 1). Sind alle diese Voraussetzungen erfüllt, dann darf dem Kleinanleger Verbriefungen verkauft werden, soweit das Finanzinstrument-Portfolio den Betrag von EUR 500.000 nicht überschreitet und nicht mehr als 10 % seines Gesamt-Portfolio-Betrags die Verbriefungen ausmachen (vgl. ebenda, Art. 3 Abs. 2).

Das Gegenstück zum Kleinanleger i.S.d. Verordnung ist der professioneller Anleger. Um als professioneller Anleger behandelt zu werden, kann bei der zuständigen Aufsichtsbehörde ein Antrag gestellt werden, sofern bestimmte Anforderungen erfüllt sind (vgl. Parlament und Rat, 2014, Art. 4 Abs. 11). Die Anforderungen beziehen sich auf erforderliche Fachkenntnis, Handelsvolumen und Größe des Bardepots (vgl. ebenda, Anhang II). Verbriefungen können grundsätzlich ausschließlich von professionellen Anlegern erworben werden.

Zur Förderung der Einschätzbarkeit des Risikogehalts von Verbriefungen sind mit der Verordnung Offenlegungspflichten eingeführt worden. Mit dem Erwerb einer Verbriefung geht der Anleger nicht nur im Falle von verbrieften Darlehen, Risikopositionen oder Immobilien etwaig verbrieft Kreditrisiken ein, sondern möglicherweise auch rechtliche und operationelle Risiken, Gegenparteirisiken, Forderungsverwaltungsrisiken, Liquiditätsrisiken und Konzentrationsrisiken (vgl. ebenda, Erwägungsgrund 9). Mit der Pflicht zur Offenlegung soll den (potenziellen) Anlegern im Rahmen ihrer Prüfung vor Kauf einer Verbriefung („Due Diligence“) die Möglichkeit zur korrekten Einschätzung der Risiken ermöglicht werden (vgl. ebenda).

In Teil (2) hat der Europäische Gesetzgeber mit Erlass der Verordnung Regelungen zu den STS<sup>93</sup>-Verbriefungen eingeführt. Mit den STS-Verbriefungen wurden zusätzliche Offenlegungspflichten und Pflichten zum Schutz der Anleger eingeführt. Potenziellen Anlegern sind Daten über die potentielle Werteentwicklung auf Basis ähnlicher Risikopositionen zur Verfügung zu stellen (vgl. ebenda, Art. 22 Abs. 1), die Risikopositionen sind von einem fachkundigen, unabhängigen Dritten auf Korrektheit zu überprüfen (vgl. ebenda, Art. 22 Abs. 2) und die Zahlungsströme der Verbriefung sind offenzulegen (vgl. ebenda, Art. 22 Abs. 3). Ferner werden Verpflichtungen die Sorgfalt betreffend eingeführt, unter denen Risikopositionen einzuwerten sind (vgl. u.a. ebenda, Art. 5 Abs. 1 lit. b)). Hiermit soll der Rückkehr zu sog. KVV-Strategien („Kreditvergabe-Verbriefung-Verkauf“) entgegengewirkt werden, bei denen zu Zeiten der Finanzkrise weniger strenge Bewertungsmaßstäbe für Risikopositionen angewendet wurden, die für Verbriefungen verwendet wurden (vgl. ebenda, Erwägungsgrund 28). Auch Regelungen, die bestimmte Anleger bevorzugen und andere benachteiligen könnten, sind verboten (vgl. ebenda, Art. 21 Abs. 4).

Sofern Verbriefungen die in der Verordnung dokumentierten Anforderungen erfüllen, können sie in ein Register aufgenommen werden und dürfen anschließend als STS-Verbriefungen vertrieben werden. Dabei kann argumentiert werden, dass das Kürzel „STS“ vergleichbar mit anderen Güte- oder Qualitätssiegeln, wie bspw. dem „CE“-Zeichen, ist.

Im Ergebnis kann festgehalten werden, dass die EU mit der Verbriefungsverordnung und dem Verbot des Verkaufs von Verbriefungen an Private, dem Verbot von Wiederverbriefungen sowie dem Qualitätsprogramm mit den STS-Verbriefungen strukturelle Maßnahmen eingeführt hat, mit denen begangene Fehler in der Krise von 2007 mit Blick auf Verbriefungen angegangen werden. Sollten etwaige Lücken in der Regulierung aufgedeckt werden, könnte die ESMA als verantwortliche Aufsichtsbehörde bspw. durch Veröffentlichung von technischen Regulierungsstandards, technischen Durchführungsstandards sowie Leitlinien und Empfehlungen regulierend eingreifen. Die Regulierung ist insbesondere mit den Verboten geeignet, um die Fehler aus der Krise künftig zu vermeiden und gemeinsam mit den STS-Verbriefungen aus Sicht des Anlegerschutzes zu begrüßen.

---

<sup>93</sup> Zur Erklärung der Abkürzung sowie der Inhalte von „STS“ wird auf Abschnitt 12.4 hingewiesen.

## 11.7 Rechtliche Aspekte

Mit der Verbriefungsverordnung sind Regelungen eingeführt worden, die als den Anlegerschutz stärkend gewertet werden können. Hierzu zählen das grundsätzliche Verbot des Verkaufs von Verbriefungen an Kleinanleger (Parlament und Rat, 2017b, Art. 3), das Verbot der Wiederverbriefung (vgl. ebenda, Art. 8) oder die Regelungen zu den STS-Verbriefungen (vgl. ebenda, Art. 18ff). Bestimmte Ausgestaltungsmerkmale dieser Regelungen sind im Abschnitt zu den regulatorischen Zielen (vgl. Abschnitt 11.6) thematisiert worden. Auf eine Wiederholung wird deshalb in diesem Abschnitt verzichtet, wenngleich anzumerken ist, dass gerade die rechtliche Ausgestaltung von Regelungen und deren Anwendbarkeit Aspekte sind, die Einfluss auf die Effektivität des Anlegerschutzes nehmen. Wie effektiv der Anlegerschutz ist, der aus diesen Regelungen resultiert, die seit 2019 Anwendung finden (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 8), wird an Streitfällen vor Gericht in der Praxis beobachtet werden müssen. Diese standen zum Zeitpunkt der Ausfertigung dieser Arbeit nicht zur Verfügung und werden zu einer späteren Zeit zu analysieren sein. Im Folgenden werden deshalb allgemeingültige rechtliche Aspekte zu der Verbriefungsverordnung thematisiert.

### 11.7.1 Weiterentwicklung der Regelungen der Verbriefungsverordnung

Die Regelungen der Verbriefungsordnung können mittels zweier Möglichkeiten weiterentwickelt werden: (1) Konkretisierungen der bestehenden Regelungen in der Verordnung durch den Erlass von bspw. technischen Standards (vgl. Abschnitt 11.1), und (2) durch den Erlass von neuen Regelungen im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren.

#### 11.7.1.1 Konkretisierung bestehender Regelungen

Mit der Verbriefungsverordnung wurden Offenlegungspflichten eingeführt, auf deren Basis alle Unterlagen zur Verfügung zu stellen sind, die Anlegern und potenziellen Anlegern eine adäquate Risikoeinschätzung im Rahmen der Entscheidungsfindung des Erwerbs einer Verbriefung ermöglichen (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 7). Detaillierte Angaben, welche konkrete Unterlagen damit zur Verfügung zu stellen sind, werden im Gesetz nicht gemacht.

Die Konkretisierung solcher Pflichten erfolgt mittels Rückgriff auf sog. Level 2 Regulierungsmaßnahmen. Level 2 Regulierungsmaßnahmen werden von der zuständigen Aufsichtsbehörde u.a. mittels technischen Regulierungsstandards (vgl. Parlament und Rat, 2010, Art. 8 Abs. 2 lit. a)), technischen Durchführungsstandards (vgl. ebenda, Art. 8 Abs. 2 lit. b)) oder durch Leitlinien und Empfehlungen (vgl. ebenda, Art. 8 Abs. 2 lit. c)) herausgegeben.

Mit Blick auf die zur Verfügung zu stellenden Dokumente unter Einhaltung der Offenlegungspflicht hat die ESMA eine konkretisierende Auflistung veröffentlicht (vgl. ESMA, 2020b, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-128-563\\_questions\\_and\\_answers\\_on\\_securitisation.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-128-563_questions_and_answers_on_securitisation.pdf) [abgefragt am: 06.07.2020]). Bei dieser Auflistung handelt es sich um eine Empfehlung, aus der kein verpflichtender Gesetzescharakter resultiert (vgl. Bundestag, 2017, S. 45). In der Praxis hat sich dennoch ein verpflichtender Quasi-Gesetzescharakter etabliert, der aus der Anwendung des „Comply or Explain“-Ansatzes resultiert. Der „Comply or Explain“-Ansatz besagt, dass die Empfehlungen einzuhalten sind („comply“) oder zu erklären ist, warum sich nicht an die Empfehlung gehalten wird („explain“). Bei der Erklärung ist darzulegen, weshalb der Ansatz des Nicht-Daranhaltens, ggf. unter Verwendung eines alternativen Ansatzes, in einem besseren Ergebnis resultiert, als die Einhaltung der Empfehlung der Aufsichtsbehörde (vgl. BaFin, 2018, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2018/meldung\\_18021\\_5\\_leitlinien\\_q\\_and\\_as\\_der\\_esas.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2018/meldung_18021_5_leitlinien_q_and_as_der_esas.html) [abgefragt am: 08.07.2020]). Dies ist insbesondere deshalb relevant, weil die Nichteinhaltung der Empfehlung eine Pflichtverletzung bzw. unerlaubte Handlung sein kann, die Schadensersatzforderungen nach sich ziehen kann. In der Praxis gestalten sich die Erklärungen auch deshalb herausfordernd, da im Streitfall der EuGH die in der Eskalation anzurufende Instanz ist. Unter Beachtung empirischer Beobachtungen bei vergleichbaren Streitfällen ist die Tendenz des EuGHs erkennbar, der Argumentation der europäischen Aufsichtsbehörden und deren Empfehlungen zu folgen (vgl. EuGH, 2014b, Rn. 25 und Rn. 41ff). Hieraus resultiert, dass in der Praxis eine Einhaltung der konkretisierenden Empfehlungen der Aufsichtsbehörde erfolgt („comply“) und alternative Ansätze unter dem Ansatz des Erklärens („explain“) kaum anzutreffen sind (vgl. Bundestag, 2017, S. 17).

Mit Blick auf die Regelungen der Verbriefungsverordnung ist es erforderlich, dass weitere Konkretisierungen auf Basis von Level 2 Regulierungsmaßnahmen folgen. Insbesondere



deshalb, da mit Blick auf Haftungsregelungen, wie bspw. im Rahmen von Pflichtverletzungen und unerlaubten Handlungen beim Verbot des Verkaufs von Verbriefungen an Kleinanleger (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 3), ein Bedarf zur Konkretisierung erkennbar ist, sofern ein effektiver Anlegerschutz ermöglicht werden soll.

#### 11.7.1.2 Erweiterung der bestehenden Regelungen

Die Erweiterung der Verbriefungsverordnung mittels neuer Regelungen ist ausschließlich im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren zulässig. Bereits mit Erlass der Verbriefungsverordnung hatte der Gesetzgeber die Intention geäußert, die Verbriefungsverordnung um neue Regelungen zu STS-Verbriefungen erweitern zu wollen (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 45).

Mit Blick auf die Inhalte und die Ausgestaltung der neuen Regelungen für die Verbriefungsverordnung hat die EBA, in enger Abstimmung mit der ESMA und der EIOPA, am 24. September 2019 eine Konsultation mit fachkundigen Interessensvertretern und interessierteren Parteien aus der Wirtschaft begonnen (vgl. EBA, 2019, Rn. 1ff). In der aktuell gültigen Fassung der Verbriefungsverordnung sind die STS-Regelungen für Verbriefungen ausschließlich für sog. „true sale“ Verbriefungen eingeführt worden, bei denen eine tatsächliche Übertragung der Vermögenswerte im rechtlichen und insolvenzrechtlichen Sinne erfolgt. Gleichzeitig wurde in der Verbriefungsverordnung festgehalten, dass über die Sinnhaftigkeit und Umsetzbarkeit von STS-Verbriefungsregelungen für synthetisch übertragene Vermögenswerte bei Verbriefungen thematisiert werden sollen (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 45). Die Interessenvertreter und interessierten Parteien heben in ihren Antworten hervor, dass gerade auch die kleinen und mittelständischen Unternehmen, die im Rahmen der Etablierung der Kapitalmarktunion besonders gefördert werden sollen, aus Effekten der synthetischen Verbriefungen profitieren (vgl. German Banking Industry Committee et al., 2019, S. 3). Da die Interessenvertreter und interessierten Parteien von einer positiven Akzeptanz von STS-Verbriefungen berichten (vgl. ebenda, S. 2), befürworten diese im Ergebnis, dass STS-Verbriefungsregelungen auch für synthetische Verbriefungen eingeführt werden (vgl. ebenda, S. 2f).

Rückmeldungen von Interessenvertretern und interessierten Parteien sind unter Fristeinhaltung bis zum 25. November 2019 der EBA zur Verfügung gestellt worden (vgl. EBA, 2019, S. 3). Planmäßig werden die Rückmeldungen von der EBA ausgewertet, verarbeitet und die Ergebnisse in Berichtsform der Kommission zur Verfügung gestellt (vgl. EBA, 2019, S. 5). Ergänzend wird ggf. ein Gesetzesentwurf entwickelt und ebenfalls zur Verfügung gestellt (vgl. ebenda). Ein Zeitplan, wann die Auswertung der zur Verfügung gestellten Informationen, der Bericht oder ggf. der Gesetzesentwurf bezüglich Regelungen für synthetische STS-Verbriefungen zur Verfügung stehen werden, wurde nicht veröffentlicht (vgl. ebenda). Aus der Konsultationsunterlage der EBA kann der Tenor herausgelesen werden, dass die Einführung des STS-Labels für synthetische Verbriefungen beabsichtigt ist (vgl. ebenda, S. 39ff und S. 79).

Im Ergebnis ist zu informieren, dass synthetische Verbriefungen bis zur Umsetzung neuer Regelungen keinesfalls unreguliert sind. Es gelten aktuell für synthetische Verbriefungen die Regelungen wie für alle Formen der Verbriefungen aus der Verbriefungsverordnung (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 3ff; vgl. EBA, 2019, Rn. 62). Die Pläne des Europäischen Gesetzgebers zur konkreten Ausgestaltung der STS-Regelungen für synthetische Verbriefungen sind derzeit unbekannt. Ein Gesetzesentwurf stand im Rahmen der Ausarbeitungen dieser Arbeit nicht zur Verfügung, so dass eine rechtliche Einschätzung bestimmter Ausgestaltungsmerkmale erst mit der Veröffentlichung des Entwurfs oder des finalen Gesetzes möglich wird.

### **11.7.2 Mögliche Rechtskollisionen in der Praxis**

Mit Blick auf konkrete Haftungs- und Rechtsanwendungsregelungen hat der Europäische Gesetzgeber bei der Verbriefungsverordnung, ebenso wie bei der Prospektverordnung (vgl. Abschnitt 10.5.2), vom Erlass solcher abgesehen (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 11). Die Folge ist, dass es bei guten Gründen, weshalb die eine oder andere Rechtsordnung Anwendung finden soll, zu Rechtskollisionen in der Praxis kommen kann.

Gerade auch bei Verbriefungen sind Konstellationen denkbar, in denen die Anwendbarkeit verschiedener Rechtsordnung und der Gerichtsbarkeit möglich ist. So kann bspw. eine Spanische Bank der Originator von Krediten sein, die an eine bulgarische Verbriefungszweckgesellschaft verkauft werden. Die bulgarische

Verbriefungszweckgesellschaft macht aus dem Portfolio der Kredite handelbare Wertpapiere (Verbriefungen), die von einem deutschen Anleger über einen deutschen Handelsplatz erworben werden. In diesem Beispiel täuscht die spanische Bank vorsätzlich bei dem Risikogehalt der Kredite. Die Kredite sind nahezu wertlos. Weder der Verbriefungsgesellschaft, einem fachkundigen Dritten oder einer Ratingagentur ist die Täuschung aufgefallen. Zwischenzeitlich hat die bulgarische Verbriefungszweckgesellschaft Insolvenz angemeldet. Nun sind in dieser Fallkonstruktion vielfältige Ansprüche zwischen den beteiligten Parteien denkbar, auch unter Anwendung verschiedener Rechtsordnungen. Es soll und kann an dieser Stelle keine Auflösung erfolgen, welche Ansprüche bestehen oder welche Rechtsordnung und Gerichtsbarkeit Anwendung findet. Dieses Beispiel soll ausschließlich verdeutlichen, dass der Vorteil von vernetzten Märkten im europäischen Binnenmärkten beim Anlegerschutz in Unsicherheiten und Rechtsrisiken resultieren kann.

Hier besteht, genauso wie bei der Prospektverordnung (vgl. Abschnitt 10.5.2), ein Nachbearbeitungsbedarf mit Blick auf den Anlegerschutz. Die etwaige Erwartung, dass der Anlegerschutz mit Blick auf etwaige Rechtskollisionen im Rahmen der Weiterentwicklung der Verbriefungsverordnung zu synthetischen STS-Verbriefungen erfolgt, sollte nicht ausgebildet werden. Diesbezüglich sind keine Hinweise in dem Konsultationspapier der EBA enthalten (vgl. EBA, 2019).

Mit Blick auf die Etablierung der Kapitalmarktunion und die Harmonisierung von Regelungen ist die Pflicht des Europäischen Gesetzgebers erkennbar, einheitliche und klare Regeln und Zuständigkeiten zu erarbeiten (vgl. Abschnitt 10.5.2). Es besteht folglich Nachbearbeitungsbedarf.

## 12 Eckpfeiler 3: Das Crowdfunding

---

### 12.1 Einleitung

Als Reaktion auf die Auswirkungen der Weltwirtschaftskrise von 2007 strichen viele Unternehmen Arbeitsstellen, um wirtschaftlich überleben zu können. Insbesondere die kleinen und mittleren Unternehmen litten unter den Auswirkungen der Weltwirtschaftskrise und versuchten sich durch Stellenabbau zu helfen (vgl. Kommission, 2008, S. 2). Im Ergebnis resultierte aus dem Stellenabbau eine gesteigerte Arbeitslosigkeit. Die steigende Arbeitslosigkeit trug zur Verschärfung der einsetzenden Rezession bei. Staatliche Finanzmittel zur Bekämpfung der einsetzenden Rezession durch ein Konjunkturpaket standen – aufgrund der Ausgaben zur Rettung des Bankensektors – nicht zur Verfügung (vgl. Kumpan, 2016, S. 7).

Diese Entwicklung, mit Blick auf Stellenabbau und Beschäftigungszahl, hält die EU Kommission für vermeidbar oder zumindest mitigierbar. Die EU Kommission informiert im „Small Business Act“ von 2008 (Kommission, 2008, S. 2), dass „In den USA .. die Beschäftigtenzahl von Unternehmen, die überleben, bis zum siebten Jahr ihres Bestehens durchschnittlich um 60 % gestiegen [ist], in Europa dagegen nur um etwa 10 % bis 20 %.“ Der Grund für diese positivere Entwicklung in den USA sieht die Kommission in den überlegenen Kapitalmarktstrukturen in den USA (vgl. ebenda). Während in Europa zu Zeiten der Krise von den teilweise angeschlagenen Banken mitunter schwerlich Finanzmittel für kleine und mittlere Unternehmen zu bekommen waren, konnten sich die kleinen und mittleren Unternehmen in den USA auf den Kapitalmärkten refinanzieren (vgl. ebenda).

Gerade die kleinen und mittleren Unternehmen<sup>94</sup>, die in der EU etwa 58 % der Wertschöpfungskette und 67 % der Arbeitsplätze zur Verfügung stellen (vgl. afme und BCG, 2015, S. 6), sollen im Rahmen der Etablierung der Kapitalmarktunion im besonderen Maße gefördert werden (Kommission, 2015a, S. 14f). Allerdings bevorzugen die kleinen und mittleren Unternehmen in der EU die Finanzierung durch Banken, anstelle von alternativen

---

<sup>94</sup> Zur Definition der kleinen und mittelständischen Unternehmen wird auf Abschnitt 10.2 hingewiesen, in dem die Definition aus der Prospektverordnung (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Art. 2 lit. f) Unterabsatz i)) vorgestellt wird. Die EU verweist in einigen ihrer Schriftstücke nicht explizit auf diese Definition. Viel mehr kann der Eindruck gewonnen werden, dass der Begriff der kleinen und mittelständischen Unternehmen ein selbsterklärendes Element in sich trägt oder den Lesern die Definition aus der Prospektverordnung als bekannt gilt.

Finanzierungsquellen auf den Kapitalmärkten (vgl. ebenda, S. 7). Dieser Unterschied in der Bevorzugung der Finanzierungsquellen wird im direkten Vergleich mit den USA deutlich. Die ausstehenden Finanzierungen, also der Bestand an Finanzierungen, durch Banken betrug in den USA EUR 494 Mrd. und in der EU EUR 1.543 Mrd. Die ausstehenden Finanzierungen über Nicht-Banken in den USA EUR 688 Mrd. und in der EU EUR 332 Mrd. (vgl. afme und BCG, 2015, S. 8).

Die im Vergleich schwächer ausgeprägte kapitalmarktgestützte Finanzierung und der daraus resultierende Umstand der Abhängigkeit von Banken wird von der Kommission mit Sorge betrachtet (vgl. Kommission, 2015a, S. 4). Aus einer Einschränkung der Kreditvergabe durch Banken resultiert, dass es Unternehmen schwerer fällt, Finanzierungen zu bekommen. Folglich stünden diese Unternehmen ohne Finanzierung nicht als Treibkraft für das gewünschte Wirtschaftswachstum zur Verfügung (vgl. ebenda). Ferner haben Forscher auf Basis der Auswertung empirischer Daten die Beobachtung gemacht, dass in einem wirtschaftlich weit entwickelten Staat mit einem starken Bruttoinlandsprodukt ein hohes Maß an klassischen Kreditfinanzierungen durch Banken mit einem vergleichsweise geringeren Wirtschaftswachstum einhergeht (vgl. Arcand et al., 2012, S. 6; vgl. Cecchetti und Kharroubi, 2012, S. 3 und 6ff; vgl. ESRB, 2014, S. 12ff). Deshalb kann mitunter die Empfehlung abgeleitet werden, dass je höher die wirtschaftliche Entwicklung eines Staates ist, desto mehr Finanzierungen sollten über Kapitalmärkte erfolgen (vgl. Demirguc-Kunt et al., 2011, S. 2ff; vgl. Kaserer und Rapp, 2014, S. 1 und S. 45ff). Einen weiteren positiven Nebeneffekt erhofft sich die EU Kommission daraus, dass bei einer Reallokation von Finanzierungen auf die Kapitalmärkte diese effizienter genutzt werden, woraus auch eine stärkere Krisenresistenz resultieren könnte. Sollte der Bankenmarkt nämlich versagen, kann verstärkt auf den Kapitalmarkt für Finanzierungen zurückgegriffen werden und vice versa (vgl. Kommission, 2015a, S. 10). Wohl auch deshalb ist die Thematisierung des Crowdfunding-Marktes ein wichtiger Aspekt bei der Etablierung der Kapitalmarktunion (vgl. Kommission, 2015a, S. 17).

## **12.2 Das Crowdfunding in der EU**

Im Oktober 2013 veröffentlichte die Kommission der EU ein Konsultationspapier mit dem übersetzten Titel „Crowdfunding in der EU – Untersuchung über die Werthaltigkeit von

potenziellen EU (Förderungs-)Maßnahmen“<sup>95</sup>. Die EU wollte durch öffentliche Befragung auf Basis des Konsultationspapiers eruieren, ob und mit welchen Maßnahmen eine Förderung des Crowdfundings in der EU gewünscht wird (vgl. Kommission, 2013c, S. 2). Die Ergebnisse sind nicht bekannt.

Zwischenzeitlich hat die EU die kleinen und mittleren Unternehmen als einen Wachstumsmotor für die Realwirtschaft identifiziert (vgl. Kommission, 2008, S. 2) und deren Förderung zu einem Kernziel der Kapitalmarktunion bestimmt (vgl. Kommission, 2015a, S. 2). In diesem Zusammenhang hat die EU das Crowdfunding als mögliche förderungsfähige Finanzierungsquelle für die kleinen und mittleren Unternehmen identifiziert (vgl. Kommission, 2015b, S. 33). Die EU hat deshalb als Maßnahme bei der Etablierung der Kapitalmarktunion bestimmt, dass in einem „Bericht über Crowdfunding“ zum Status Quo informiert werden soll (vgl. ebenda). Auf Basis dieses Berichts sollte dann ggf. über Maßnahmen zur Förderung und Regulierung des Crowdfunding-Marktes entschieden werden (vgl. ebenda). Die EU Kommission hat den Bericht in 2016 unter dem übersetzten Titel „Crowdfunding in der EU Kapitalmarktunion“<sup>96</sup> veröffentlicht (vgl. Kommission, 2016a, S. 1).

In dem Bericht zum Crowdfunding kommt die Kommission zum Ergebnis, dass das Crowdfunding in der EU einen vergleichsweise kleinen Markt bilde, der rasant wachse und das Potenzial zur Veränderung des Finanzsystems hat (vgl. Kommission, 2016a, S. 30f). Es wird in dem Bericht empfohlen, dass die EU keine Maßnahmen zur Förderung erlassen soll oder regulierend eingreifen sollte. Hierdurch soll der Markt einfluss- und schadensfrei wachsen können (vgl. ebenda, S. 31). Dass dieses einfluss- und schadensfreie Wachstum im Gegenteil von Harmonisierungsbemühungen der EU mit der Kapitalmarktunion resultieren könnte, wird im Hauptteil des Berichts nicht direkt thematisiert. Das derzeitig zersplitterte Bild, in welchem Umfang und mit welchen Finanzinstrumenten das Crowdfunding auf den Märkten im Europäischen Binnenraum genutzt wird oder überhaupt genutzt werden kann, wird aus dem Anhang zu dem Bericht ersichtlich (vgl. Kommission, 2016a, Annex 2).

---

<sup>95</sup> Übersetzung durch den Autor. Im Original: „Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action“.

<sup>96</sup> Übersetzung durch den Autor. Im Original: „Crowdfunding in the EU Capital Markets Union“.

Dieser Hinweis auf das zersplitterte Bild führt möglicherweise zu dem Punkt, dass das generelle Prinzip des Crowdfundings geläufig ist, während die konkrete Ausgestaltung aufgrund der gesetzlichen Rahmenbedingungen und die Unterschiede der Crowdfunding-Märkte innerhalb des EU Raumes weniger geläufig sein könnten. Deshalb wird die aktuelle Situation auszugsweise auf Basis des Status Quo zum größten europäischen Crowdfunding-Marktes im Binnenraum EU<sup>97</sup> thematisiert, der in Deutschland liegt.

### 12.3 Definition und Überblick über die Arten des Crowdfunding

Beim Crowdfunding stellt eine Vielzahl meist privater Geldgeber Kapital zur Verfügung, um bspw. die Umsetzung einer Geschäftsidee, einer Expansion, eines Projekts oder von Produkten zu ermöglichen (vgl. Hainz et al., 2016, S. 37). Grundsätzlich wird zwischen vier verschiedenen Arten des Crowfundings unterschieden (vgl. Bundestag, 2018, S. 4):

- Beim *spendenbasierten Crowdfunding* (engl. donation-based Crowdfunding) wird Geld ohne konkrete Gegenleistung zu Verfügung gestellt. Es handelt sich somit auf deutschnationaler Ebene um eine Schenkung (vgl. § 516 BGB);
- beim *gegenleistungsbasierten Crowdfunding* (engl. reward-based Crowdfunding) erhalten die Geldgeber eine nicht-monetäre Gegenleistung. Dies kann bspw. das fertige Produkt oder eine Ehrung sein. Es handelt sich grundsätzlich um Kauf- oder Dienstleistungsverträge (vgl. §§ 433ff, 611ff BGB);
- beim *kreditbasierten Crowdfunding* (engl. lending-based Crowdfunding) stellen die Geldgeber Kapital zur Verfügung unter der Bedingung, dass das zur Verfügung gestellte Kapital zzgl. etwaig vereinbarter Zinsen zum Fälligkeitsdatum zurückgezahlt wird. Es handelt sich um ein Darlehen (vgl. §§ 488ff BGB);
- beim *Crowdinvesting* (equity-based Crowdfunding) erwerben Geldgeber eine Beteiligung und werden am Erfolg des Unternehmens beteiligt. Die Erwerber werden Anteilseigner am Unternehmen (vgl. §§ 2 MitbestG, 247 Abs. 3 HGB).

---

<sup>97</sup> Außer in Deutschland und dem ehemaligen EU Mitgliedstaat UK sind die Crowdfunding-Märkte nahezu unbedeutend (vgl. Klöhn, 2017, S. 2126). Deshalb werden diese Märkte, auch nach Austritt von UK aus der EU, miteinander verglichen, zumal diese Märkte künftig in Konkurrenz zueinanderstehen werden.

Weniger präsent könnte der Begriff der Schwarmfinanzierungen sein, der synonym zum Begriff des Crowdfundings innerhalb deutschsprachiger Fachliteratur und vom Gesetzgeber (vgl. § 2a VermAnlG) verwendet wird. Da Crowdfunding gebräuchlicher in der Alltagssprache ist und vom Europäischen Gesetzgeber verwendet wird, wird im Folgenden für Schwarmfinanzierungen der Begriff des Crowdfundings benutzt.

## 12.4 Ökonomische Aspekte

Die ersten beiden der vier Crowdfunding-Formen aus der Aufzählung (vgl. Abschnitt 12.3), das spendenbasierte und gegenleistungsbasierte Crowdfunding, nehmen in der Wirtschaft eine untergeordnete Rolle ein (vgl. Bundestag, 2018, S. 4f). Diese beiden Formen des Crowdfundings sind eher im Transaktionsumfeld privater Investoren vertreten (vgl. Klöhn und Hornuf, 2015, S. 47f).

Der wirtschaftliche und aufsichtsrechtliche Fokus liegt auf dem kreditbasierten Crowdfunding und dem Crowdinvesting (vgl. Bundestag, 2018, S. 4). Das Marktvolumen dieser beiden Formen des Crowdfundings betrug in Deutschland im Jahr 2015 ca. EUR 68,4 Mio. (vgl. Crowdinvest, 2018, S. 4). In Relation zum Emissionsvolumen auf dem Aktienmarkt in Deutschland (Prime Standard), das zu diesem Zeitpunkt mit EUR 7,1 Mrd. betrug (vgl. Kirchhoff, 2017, S. 4), kann das Crowdfunding als eher unbedeutend wahrgenommen werden. Diese Wahrnehmung kann sich ändern, wenn die Entwicklung der jeweiligen Märkte betrachtet wird. Das Emissionsvolumen des Aktienmarkts in Deutschland sank von EUR 7,1 Mrd. in 2015 auf EUR 3,6 Mrd. in 2017 (vgl. ebenda). Dies entspricht einer Minderung von EUR 3,5 Mrd. oder -49,3 %. In diesem Betrachtungszeitraum wuchs das Volumen auf dem Crowdfundingmarkt von EUR 68,4 Mio. auf EUR 199,6 Mio. (vgl. Crowdinvest, 2018, S. 4), was einem Zuwachs von EUR 131,2 Mio. oder 192 % in diesen zwei Jahren entspricht.



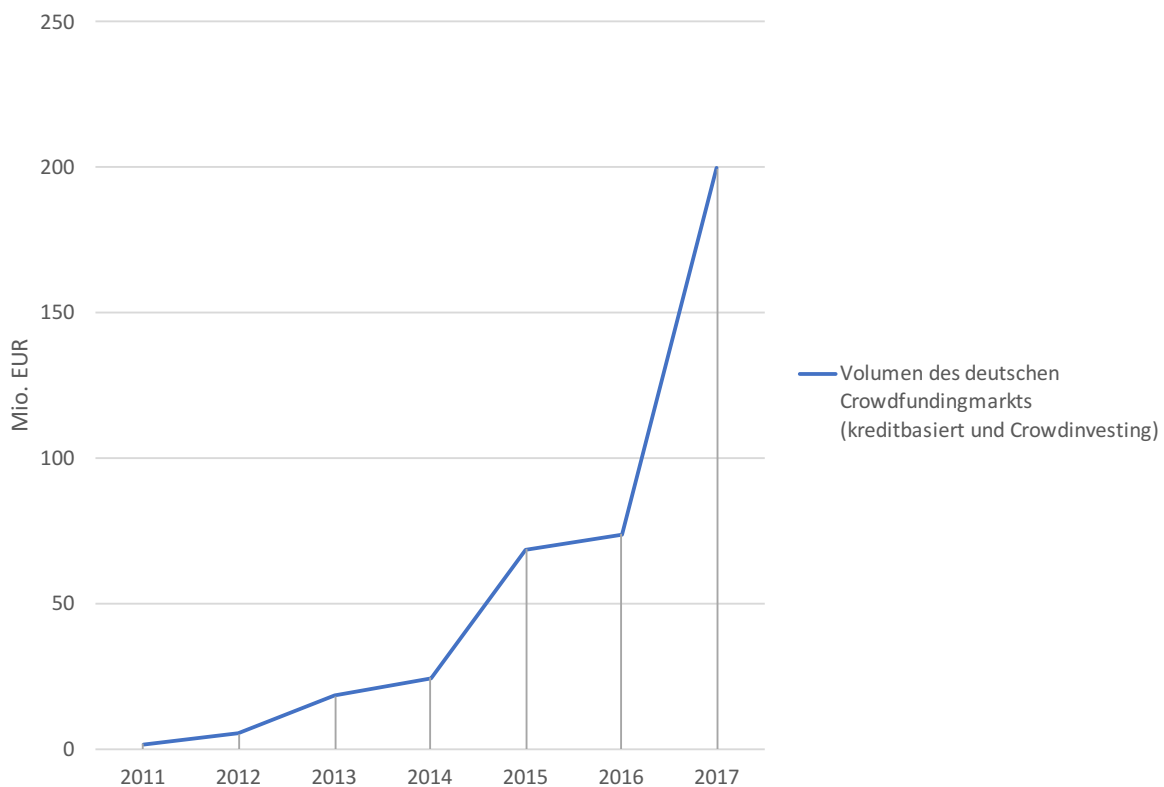


Abbildung 11: Entwicklung des deutschen Crowdfundingmarkts – kreditbasiert und Crowdinvesting (Quelle: Eigene Darstellung nach Crowdinvest, 2018, S. 4)

Insgesamt ist ein rasantes Wachstum des deutschen Crowdfunding-Marktes seit Beginn der Datenerhebung im Jahr 2011 von EUR 1,4 Mio. auf EUR 199,6 Mio. im Jahr 2017 aufgezeichnet worden (vgl. Abbildung 12). Bei der Datenerhebung ist die Mittelverwendung für drei Bereiche aufgezeichnet worden: (1) Unternehmen, (2), Immobilien und (3) Energie (vgl. Crowdinvest, 2018, S. 4ff).

Von dem im Jahr 2015 aufgezeichneten Volumen von EUR 68,4 Mio. wurde etwa Dreiviertel zur Finanzierungen von (1) Unternehmen (ca. EUR 51,3 Mio.) verwendet. Das verbliebene Viertel wurde ganz überwiegend zur (2) Immobilienfinanzierung (ca. EUR 14,1 Mio.) genutzt, und zu einem geringen Teil für den Bereich (3) Energie (ca. EUR 3 Mio.) (vgl. Crowdinvest, 2018, S. 4ff).

Von dem im Jahr 2017 aufgezeichneten Volumen von EUR 199,6 Mio. wurde hingegen nur noch etwa ein Drittel zur (1) Unternehmensfinanzierung (ca. EUR 63,2 Mio.) verwendet und zu einem geringen Teil für den Bereich (2) Energie (ca. EUR 6,1 Mio.). Zweidrittel hingegen wurden für die Finanzierung von (3) Immobilien (ca. EUR 130,3 Mio.) verwendet (vgl. ebenda).

Das rasante Wachstum des Crowdfunding-Marktes im Betrachtungszeitraum ist folglich in der starken Zunahme von (3) Immobilienfinanzierungen mittels Crowdfunding begründet (EUR +185,5 Mio. oder 1.315,6 %). Im Vergleich ist im Bereich der (1) Unternehmensfinanzierung durch Crowdfunding ein geringeres Wachstum aufgezeichnet worden (EUR +11,9 Mio. oder 23,2 %).

#### **12.4.1 Struktur der Geldnehmer und Geldgeber bei der Unternehmensfinanzierung**

Ein Ziel der EU mit der Umsetzung der Kapitalmarktunion ist es, insbesondere für die kleinen und mittleren Unternehmen bessere (Re-)Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung zu stellen. Unter Berücksichtigung dieses Ziels kann die Struktur der Geldnehmer und Geldgeber von Interesse sein, die auf Crowdfunding zur Unternehmensfinanzierung zurückgreifen.

Bei den Aufzeichnungen zur Unternehmensfinanzierung wird zwischen der Finanzierung durch Eigenkapital und durch Fremdkapital unterschieden. Im Jahr 2017 wurden über Crowdfunding EUR 63,2 Mio. zur Unternehmensfinanzierung zur Verfügung gestellt (vgl. Crowdinvest, 2018, S. 9). Davon waren EUR 33,9 Mio. Eigenkapital, das zur Unternehmensfinanzierung mittels Crowdfunding zur Verfügung gestellt wurde, und EUR 29,3 Mio. Fremdkapital (vgl. ebenda, S. 10 und S. 13).

Als Geldnehmer bei der Unternehmensfinanzierung wird in der Aufzeichnung zwischen (1) Startups, (2) Wachstumsunternehmen und (3) kleine und mittlere Unternehmen unterschieden (vgl. Crowdinvest, 2018, S. 10). Eine Definition, wie Startups von Wachstumsunternehmen und kleinen und mittleren Unternehmen unterschieden werden, enthält der „Crowdinvest Marktreport 2017 Deutschland“ indes nicht. Es kann somit nicht sichergestellt werden, dass die Definition der EU für kleine und mittlere Unternehmen aus der Prospektverordnung (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Art. 2 lit. f) Unterabsatz i)), der in dieser Arbeit verwendet wird, deckungsgleich zu der von Crowdinvest ist. Die Deckungsgleichheit oder zumindest Ähnlichkeit und Vergleichbarkeit wird für die folgenden Abschnitte unterstellt.

### 12.4.1.1 Unternehmensfinanzierungen mittels Eigenkapital

Zu Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 2011 bis ins Jahr 2014 wurden ausschließlich Startups finanziert (vgl. Crowdfunder, 2018, S. 10). Dabei blieb das Niveau von mittels eigenkapitalbasierten Crowdfunding finanzierten Startups über den letzten Jahren relativ konstant bei ca. EUR 15 Mio. (vgl. ebenda).

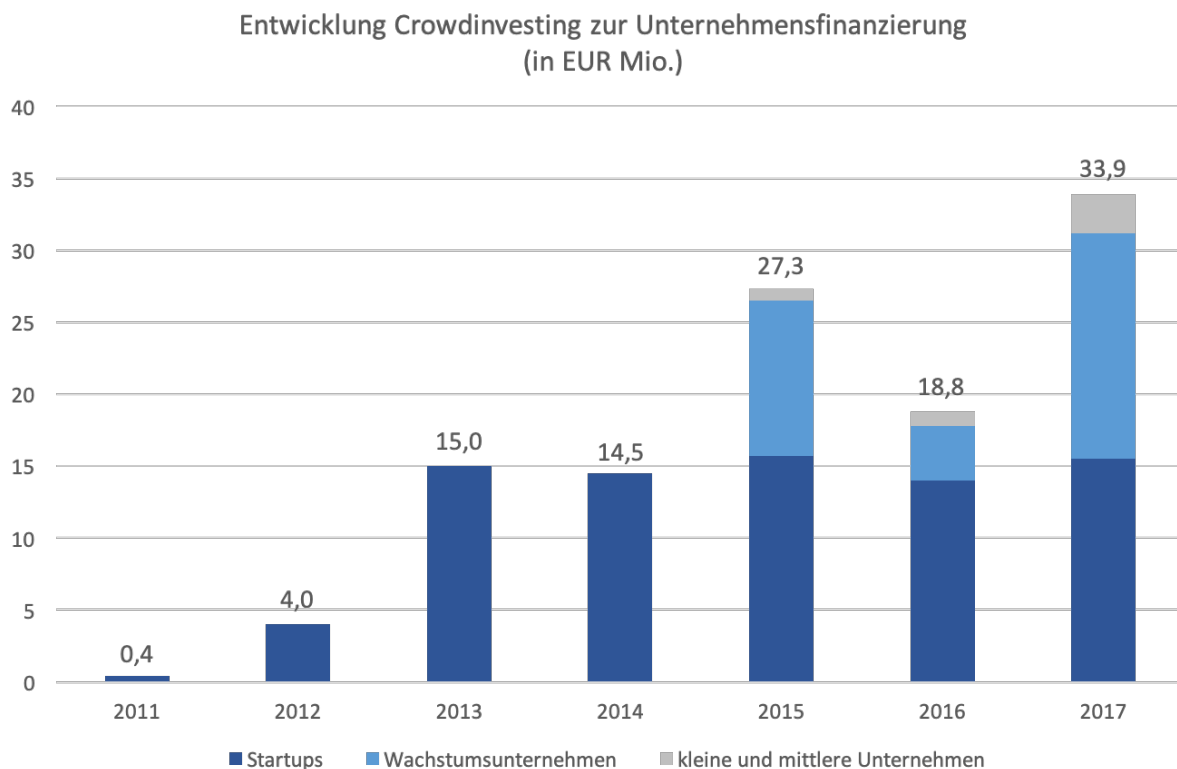


Abbildung 12: Entwicklung Crowdfunding zur Unternehmensfinanzierung (Quelle: Crowdfunder 2018, S. 10)

Seit 2015 sind vermehrt eigenkapitalbasierte Crowdfunding-Finanzierungen von Wachstumsunternehmen aufgezeichnet worden. Insbesondere bis ins Jahr 2017 hat die Finanzierung von Wachstumsunternehmen zugenommen (vgl. Abbildung 13).

Die kleinen und mittleren Unternehmen werden über Crowdfunding in einem eher zu vernachlässigenden Umfang finanziert (vgl. Crowdfunder, 2018, S. 10ff).

Für die Startups liegen keine Aufzeichnungen über Kosten vor. Die Wachstumsunternehmen mussten im Schnitt eine Eigenkapitalfinanzierung mit Zinszahlungen i.H.v. 7,7 % p.a. vergüten, die kleinen und mittleren Unternehmen i.H.v. 5,1 % p.a. (vgl. ebenda, S. 12).

Ausfälle sind für Eigenkapitalfinanzierungen bei Startups für etwa 9 % der erfolgten Finanzierungen aufgezeichnet worden. Bei Wachstumsunternehmen und kleinen und mittleren Unternehmen sind keine Ausfälle aufgezeichnet worden (vgl. ebenda, S. 20).

#### 12.4.1.2 Unternehmensfinanzierungen mittels Fremdkapital

Im Vergleich zu dem eigenkapitalbasierten Crowdfunding sind die Aufzeichnungen zum fremd- bzw. kreditbasierten Crowdfunding weniger umfangreich. Zur Ursache darüber wird informiert, dass die Crowdfunding-Plattformen entsprechende Daten zum kreditbasierten Crowdfunding nicht zur Verfügung gestellt haben (vgl. Crowdinvent, 2018, S. 13ff).

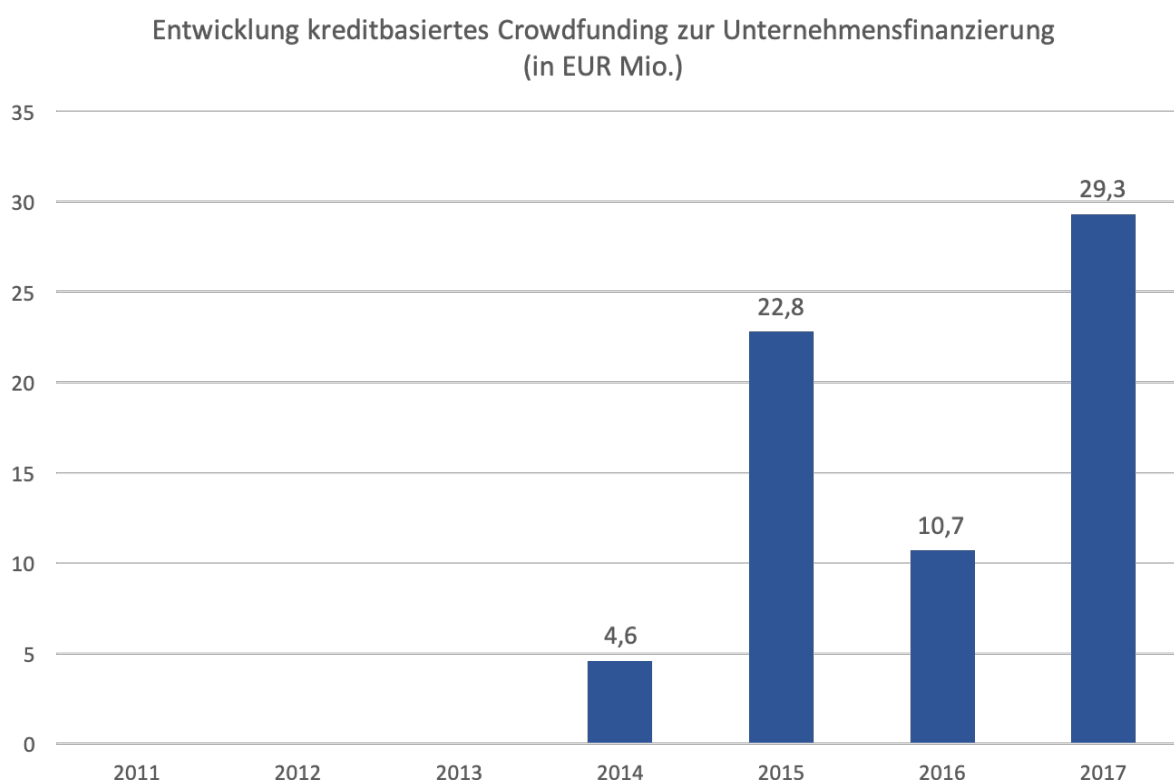


Abbildung 13: Entwicklung kreditbasiertes Crowdfunding zur Unternehmensfinanzierung (Quelle: Crowdinvent, 2018, S. 13).

In den Jahren 2014 auf 2015 ist eine starke Zunahme des Volumens (EUR +18,2 Mio.) beim kreditbasierten Crowdfunding aufgezeichnet worden. Im Jahr 2016 ist ein starker Rückgang (EUR -12,1 Mio.) aufgezeichnet worden, bevor in 2017 mit EUR 29,3 Mio. (EUR + 18,6 Mio.) der bisherige Höchstwert erreicht worden ist. Die Ursache(n) für die Schwankungen im

Volumen des kreditbasierten Crowdfunding sind nicht bekannt (vgl. Crowdinvest, 2018, S 13ff).

Die Unternehmen hatten im Schnitt eine Fremdkapitalfinanzierung mit Zinszahlungen i.H.v. 10,1 % p.a. zu vergüten. Die Laufzeit betrug durchschnittlich 40 Monate (vgl. ebenda, S. 15). Kreditausfälle sind nicht aufgezeichnet worden (vgl. ebenda, S. 20).

#### 12.4.1.3 Kapitalgeber auf dem Crowdfunding-Markt

Über die Kapitalgeber auf dem Crowdfunding-Markt stehen keine oder kaum Informationen zur Verfügung. Als Grund werden datenschutzrechtliche (Eigen-)Verpflichtungen von Crowdfunding-Plattformen genannt, die eine Zurverfügungstellung von Informationen für die wissenschaftliche Forschung oftmals unmöglich machen (vgl. Klöhn, 2017, S. 2126f).

#### 12.4.1.4 Im internationalen Vergleich mit Großbritannien

Im Jahr 2012 wurde in den USA der Jumpstart Our Business Startups Act erlassen. Mit Title III „Crowdfunding“ des Jumpstart Our Business Startups Acts wurden die Rahmenbedingungen zum Crowdfunding vorgestellt (vgl. US Congress, 2012, Title III). Diese Rahmenbedingungen wurden am 30. Oktober 2015 konkretisiert, als die SEC, als zuständige Aufsichtsbehörde, ergänzende Regelungen erlies. Erst mit Erlass der ergänzenden Regelungen und deren Inkrafttreten Anfang 2016 war es Unternehmen erlaubt, Wertpapiere mittels Crowdfunding anzubieten und zu verkaufen (vgl. SEC, 2015, <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html> [abgefragt am: 09.07.2020]). Dieser langjährige Prozess von 2012 bis 2016 hat dazu geführt, dass der US-amerikanische Crowdfunding-Markt unter Experten erheblich weniger weit entwickelt angesehen wird als bspw. der britische Crowdfunding Markt, der als weltweit führend gilt (vgl. Lee, 2016, S. 23; Klöhn, 2017, S. 2126ff).

Der britische Crowdfunding-Markt ist seit Beginn der Aufzeichnung im Jahr 2011 rasant gewachsen. Das Gesamtvolumen des eigen- und fremdkapitalbasierten Crowfundings stieg von etwa EUR 2,2 Mio. in 2011 auf etwa EUR 438,2 Mio. in 2017 an (vgl. Zhang et al., 2018, S. 41). Der deutsche Crowdfunding-Markt ist im direkten Vergleich mit einem Gesamtvolumen

von etwa EUR 1,4 Mio. EUR in 2011 auf EUR 199,6 Mio. gewachsen (vgl. Crowdinvest, 2018, S. 4) und damit in absoluten Werten in 2017 nur etwa halb so groß.

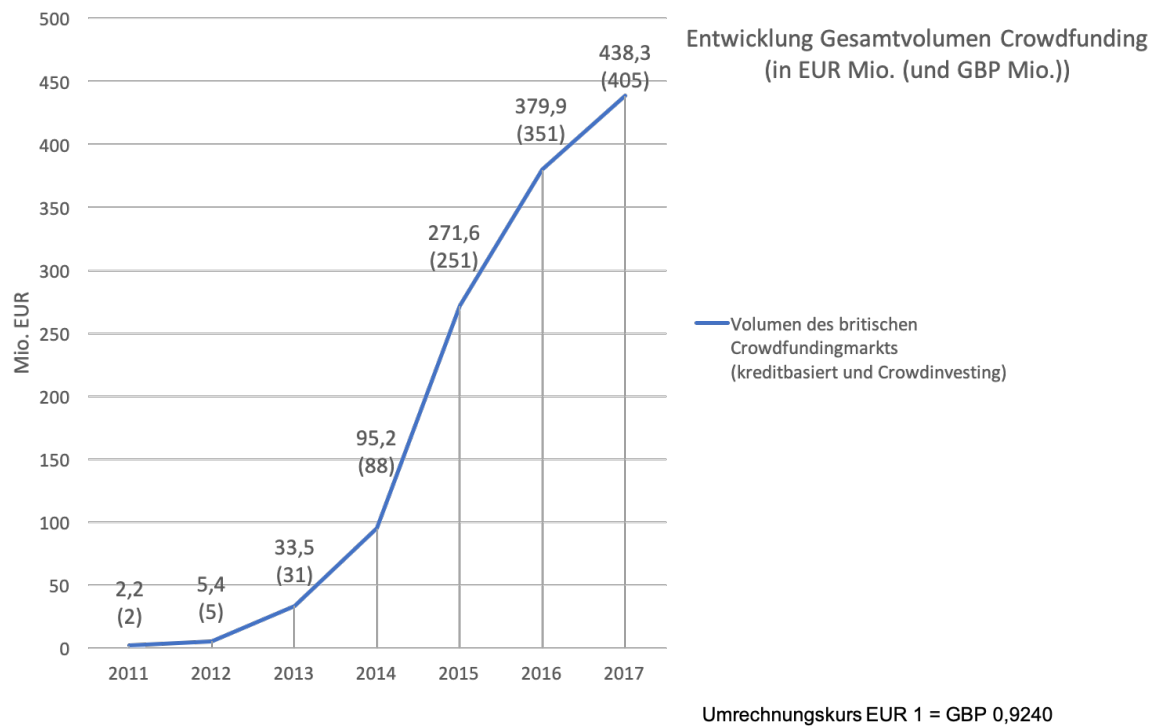


Abbildung 14: Entwicklung des britischen Crowdfundingmarkts (Volumen) – kreditbasiert und Crowdinvesting (Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Informationen aus Zhang et al., 2018, S. 41 und S. 43).

Neben dem Wachstumsunterschied unterscheiden sich der britische und deutsche Crowdfunding-Markt auch strukturell voneinander. Ersichtlich wird dies bei der Betrachtung des Verhältnisses von kredit- zu eigenkapitalbasiertem Crowdfunding auf dem britischen Crowdfunding-Markt in den folgenden Abschnitten.

#### 12.4.1.4.1 Das kreditbasierte Crowdfunding in Großbritannien

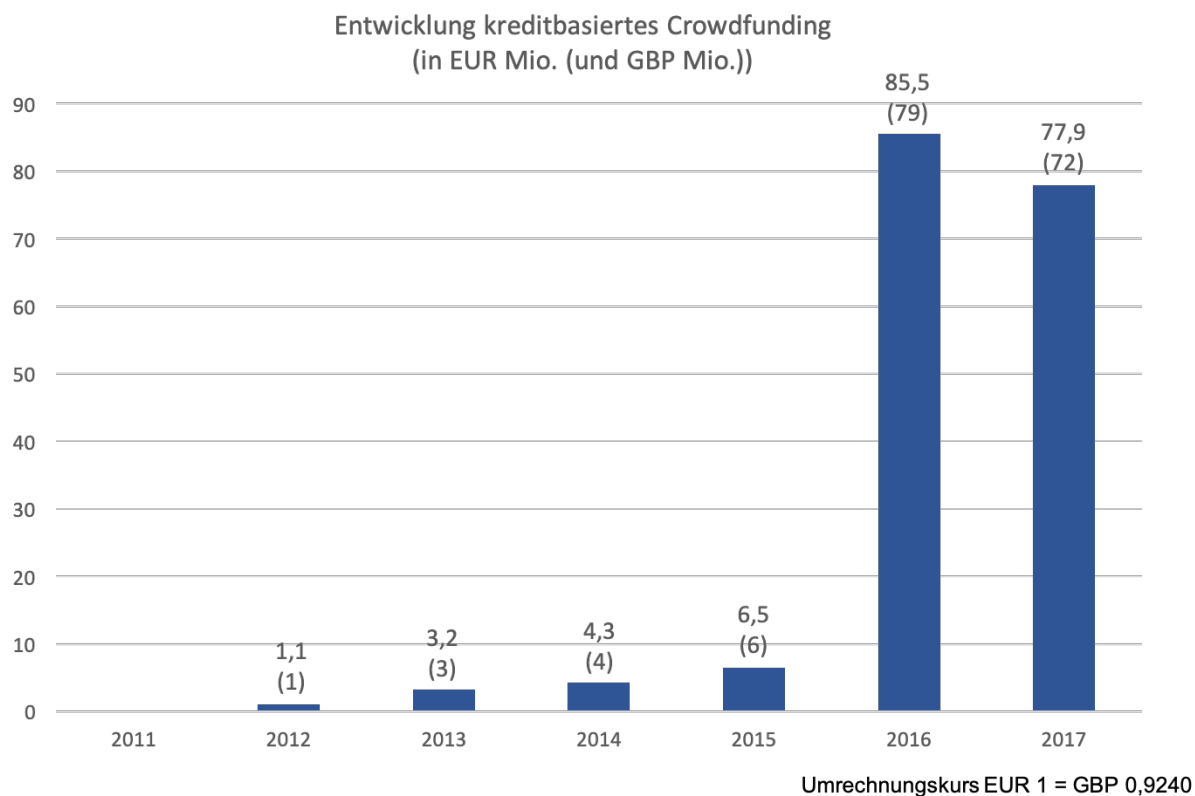


Abbildung 15: Entwicklung kreditbasiertes Crowdfunding in Großbritannien (Quelle: Eigene Darstellung nach Zhang et al., 2008, S. 43).

Auf dem britischen Crowdfunding-Markt ist beim kreditbasierten Crowdfunding zum Jahr 2016 ein sprunghafter Anstieg des kreditbasierten Crowdfunding-Volumens auf EUR 85,5 Mio. (EUR + 79 Mio. im Vergleich zum Vorjahr) aufgezeichnet worden. Zu 2017 ist ein Rückgang im Volumen aufgezeichnet worden (EUR -7,6 Mio.). Die Ursache für den sprunghaften Anstieg ist nicht geklärt. Zhang et al. vermuten als einen begünstigenden Faktor, dass Geldnehmer positive Erfahrungen gemacht haben und als Rückkehrer Crowdfunding für Folgefinanzierungen genutzt haben (vgl. Zhang et al., 2018, S. 43).

Gemessen am Gesamtvolumen resultiert daraus eine Quote von etwa 18 %, mit der Finanzierungen mittels Fremdkapital über den britischen Crowdfunding-Markt in 2017 getätigt wurden. Auf dem deutschen Crowdfunding-Markt betrug die Quote in 2017 etwa 83 % (vgl. Klöhn, 2017, S. 2127).

#### 12.4.1.4.2 Das eigenkapitalbasierte Crowdfunding in Großbritannien

Das britische Crowdinvest bzw. das „equity-based Crowdfunding“ ist von EUR 2,2 Mio. in 2011 auf ein Volumen von EUR 360,4 Mio. angewachsen.

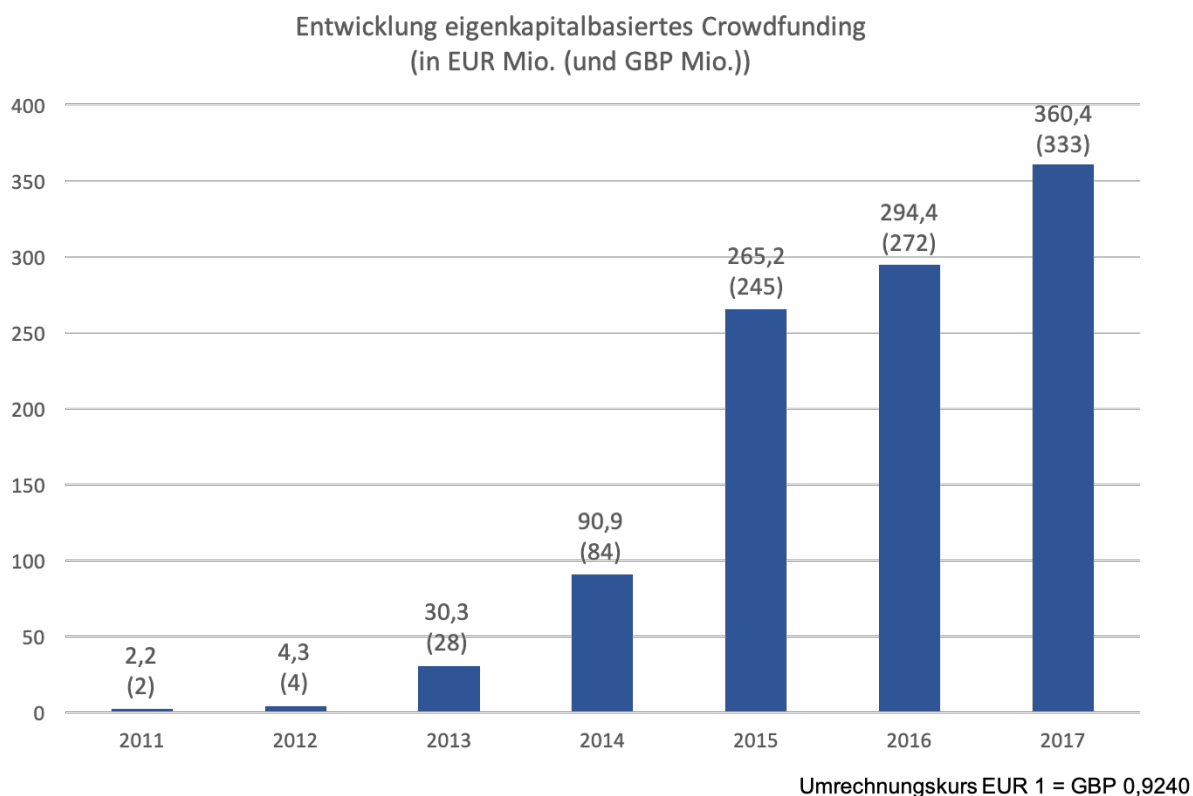


Abbildung 16: Entwicklung eigenkapitalbasiertes Crowdfunding in Großbritannien (Quelle: Eigene Darstellung nach Zhang et al., 2008, S. 41).

Für die Folgejahre wird ein weiteres, kontinuierliches Wachstum erwartet, da die von Geldgebern gemachte Rendite und positiven Erfahrungen als Faktoren für einen anhaltenden Wachstumserfolg vermutet werden (vgl. Zhang et al., 2018, S. 41). Etwa 37 % der Eigenkapitalgeber hatten bereits zuvor Geld für Finanzierungen auf dem Crowdfunding-Markt zur Verfügung gestellt (vgl. ebenda).

Insgesamt wurden in 2017 etwa 82 % aller Finanzierungen auf dem Crowdfunding-Markt auf Basis von zur Verfügung gestelltem Eigenkapital durchgeführt. In Deutschland waren hingegen nur etwa 17 % aller Finanzierungen auf dem Crowdfunding-Markt eigenkapitalbasiert (vgl. Klöhn, 2017, S. 2127).



## 12.4.2 Ökonomisches Ziel zum Crowdfunding

Auf den betrachteten deutschen und britischen Crowdfunding-Märkten für fremd- und eigenkapitalbasierten Finanzierungen ist in den vergangenen Jahren ein rasantes Wachstum aufgezeichnet worden.

Im strukturellen Vergleich des deutschen und des britischen Marktes werden beim Betrachten der Verhältnisse von eigenkapital- zu fremdkapitalbasierten Finanzierungen Unterschiede evident. Auf dem britischen Markt sind etwa 82 % aller Finanzierungen eigenkapitalbasiert, und damit etwa 18 % fremdkapitalbasiert. Auf dem deutschen Markt sind etwa 17 % aller Finanzierungen eigenkapitalbasiert, und damit etwa 83 % fremdkapitalbasiert (vgl. Abschnitt 12.4.1.4). Diese Verhältnisse sind damit nahezu gegensätzlich.

Obgleich dieser nahezu gegensätzlichen Verhältnisse von eigenkapitalbasierten und fremdkapitalbasierten Finanzierungen werden als Gründe für das Wachstum auf dem britischen und deutschen Crowdfundingmarkt einheitlich die Renditeaussichten für Geldgeber und die vergleichsweise regulatorisch einfache Beschaffbarkeit von Kapital für Geldnehmer diskutiert (vgl. Klöhn, 2017, S. 2127ff; vgl. Crowdfunder, 2018, S. 4ff; vgl. Zhang et al., 2018, S. 41ff).

Vor dem Hintergrund des gewünschten Wachstums ist die Entscheidung der EU konsequent, den Crowdfundingmarkt (vorerst) nicht regulieren zu wollen (vgl. Kommission, 2016a, S. 31), sodass sich die Crowdfundingmärkte als Kapitalmärkte auf Basis nationaler Besonderheiten entwickeln können. Hierdurch kann die EU auf eines der zentralen ökonomischen Ziele der KMU hinwirken, dass eine Reallokation von Finanzierungen auf die Kapitalmärkte erfolgt und diese effizienter genutzt werden (vgl. Kommission, 2015a, S. 10ff). Insoweit ist die Entscheidung auf Basis von Daten zum Wachstum der Crowdfundingmärkte nachvollziehbar und kann aus einer ökonomischen Perspektive begrüßt werden.

## 12.5 Regulatorische und rechtliche Aspekte

In diesem Abschnitt werden regulatorische und rechtliche Aspekte zu den Crowdfunding-Märkten gemeinsam thematisiert. Die gemeinsame Thematisierung von regulatorischen und

rechtlichen Aspekten liegt darin begründet, dass für die Crowdfunding-Märkte beschlossen worden ist, keine Maßnahmen auf EU Ebene zur Regulierung zu erlassen (vgl. Kommission, 2016a, S. 31) und deshalb die regulatorischen Aspekte aus den aktuell geltenden rechtlichen Aspekten resultieren. Die Absicht des Europäischen Gesetzgebers, die Rechtssituation und damit auch die regulatorische Situation zu verändern, ist derzeit nicht erkennbar.

### **12.5.1 Gehandelte Finanzinstrumente und die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts auf dem Crowdfunding-Markt in Deutschland**

Auf dem deutschen Crowdfunding-Markt nehmen Wertpapiere derzeit eine eher unbedeutende Rolle bei Finanzierungen ein. Finanzierungen erfolgen nahezu ausschließlich mittels zweier Finanzinstrumente: dem patriarchischen Darlehen und dem Nachrangdarlehen als Nicht-Wertpapiere (vgl. Klöhn, 2017, S. 2126).

Mit Umsetzung der Prospektverordnung und deren Inkrafttreten in 2019 ist eine universelle Ausnahme von der Pflicht zur Erstellung eines Prospekts für „öffentliche Angebote von Wertpapieren mit einem Gesamtgegenwert ... von weniger als 1 000 000 EUR“ eingeführt worden (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Art. 1 Abs. 3). Ferner ist in der Prospektverordnung eine Regelung aus dem alten Prospektrecht übernommen worden, nach der „... ein Mitgliedstaat beschließen [kann], öffentliche Angebote von Wertpapieren von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts ... auszunehmen, sofern der Gesamtgegenwert eines solchen ... 8 000 000 EUR nicht überschreitet.“ (ebenda, Art. 3 Abs. 2 lit. b)).

Von dieser Ausnahmeregelung hat der deutsche Gesetzgeber nach dem alten Prospektrecht und erneut nach Umsetzung der neuen Prospektverordnung mit dem korrelierenden Wertpapierprospektgesetz (WpPG) Gebrauch gemacht. Demnach ist die Erstellung eines Prospekts nicht erforderlich, wenn der „Gesamtgegenwert [der angebotenen Wertpapiere] im Europäischen Wirtschaftsraum nicht mehr als 8 Millionen Euro, berechnet über einen Zeitraum von zwölf Monaten, beträgt.“ (§ 3 Abs. 2 WpPG).

Aufgrund der Finanzinstrumente, die auf dem deutschen Crowdfunding-Markt mit den patriarchischen Darlehen und Nachrangdarlehen gehandelt werden, ist neben dem WpPG das Vermögensanlagegesetz (VermAnlG) einschlägig. § 2a VermAnlG enthält konkretisierende

Regelungen, wonach Finanzinstrumente, die Darlehensstrukturen mit Zinszahlungen und Rückzahlung aufweisen, von der Prospektpflicht befreit sind, sofern die „in einem Zeitraum von zwölf Monaten angebotenen Vermögensanlagen desselben Emittenten 6 Millionen Euro nicht übersteigt“ (§ 2a Abs. 1 VermAnlG). Ferner ist diese Befreiung „nur auf Vermögensanlagen anwendbar, die ausschließlich im Wege der Anlageberatung oder Anlagevermittlung über eine Internet-Dienstleistungsplattform vermittelt werden“ (§ 2a Abs. 3 VermAnlG), folglich den internetbasierten Crowdfunding-Plattformen.

Auch wenn die besonderen Ausnahmeregelungen des Art. 1 Abs. 3 der EU Prospektverordnung (vgl. Parlament und Rat, 2017a) sowie Art 3. Abs. 2 WpPG oder § 2a VermAnlG einschlägig sind und damit die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts abbedungen worden ist, sind Emittenten zur Erstellung und Hinterlegung eines Vermögensinformationsblatts (VIB) gem. §§ 13, 14 VermAnlG verpflichtet.

Das VIB wird – ebenso wie das Prospekt – von der BaFin als zuständige nationale Aufsichtsbehörde geprüft. Im Falle des VIB erfolgt eine Kontrolle der BaFin darüber, ob die Mindestangaben in vorgeschriebener Reihenfolge abgebildet worden sind (vgl. BaFin, 2020b, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VIB/vib\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VIB/vib_node.html) [abgefragt am: 09.07.2020]). Zentrale Vorgabe ist die Aufnahme des Warnhinweises, dass „Der Erwerb dieser Vermögensanlage .. mit erheblichen Risiken verbunden [ist] und .. zum vollständigen Verlust des eingesetzten Vermögens führen [kann].“ (§ 13 Abs. 4 VermAnlG). Dieser Warnhinweis ist auf der ersten Seite drucktechnisch hervorzuheben, bspw. durch Fettdruck, farbliche Kennzeichnung oder eine Rahmung (vgl. BaFin, 2020b, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VIB/vib\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VIB/vib_node.html) [abgefragt am: 09.07.2020]). Der Anleger hat die zur Kenntnisnahme des Warnhinweises unter Nennung von Ort, Datum und Unterschrift bei Vertragsschluss auf dem VIB zu bestätigen (vgl. §§ 13 und 15 Abs. 3 VermAnlG).

Die Regelungen, die zur Erstellung eines Prospekts verpflichten oder Ausnahmen von dieser Pflicht vorstellen, sind für Wertpapiere und Nicht-Wertpapiere nahezu identisch (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 1 Abs. 3; vgl. § 3 Abs. 2 WpPG; vgl. § 2a Abs. 1 VermAnlG). In der Praxis herrscht damit für angebotene Wertpapiere und Nicht-Wertpapiere auf dem deutschen Crowdfunding-Markt die Pflicht zur Erstellung eines VIB oder des Prospekts

gleichermaßen. Es ist folglich unwahrscheinlich, dass die Regelungen zur Prospektpflicht einen größeren Einfluss darauf ausgeübt haben, dass auf dem deutschen Crowdfunding-Markt nahezu ausschließlich Finanzierungen mittels Nicht-Wertpapieren erfolgen. Hierfür könnte u.a. die empirisch belegbare Neigung von Unternehmen in Deutschland verantwortlich sein, Finanzierungen mittels Fremdkapital (meist Darlehen) gegenüber denen mittels Eigenkapital (meist Wertpapiere) vorzuziehen (vgl. Bendel et al., 2016, S. 37).

### **12.5.2 Regulatorische Beaufsichtigung der Crowdfunding-Plattformen in Deutschland**

Die Beaufsichtigung von Crowdfunding-Plattformen wird aus der Nichtanwendbarkeit verschiedener nationaler gesetzlicher Vorgaben abgeleitet. Crowdfunding-Plattformen fallen nicht in den Anwendungsbereich des § 2 Abs. 6 lit. e) KWG oder des § 3 Abs. 1 Nr. 7 lit. e) WpHG, solange keine Wertpapiere i.S.d. WpHG bzw. MiFID II vermittelt werden. Werden keine Wertpapiere vermittelt, sind die Regelungen des VermAnlG einschlägig. Hiernach ist nicht die BaFin die Aufsichtsbehörde, sondern die lokalen Gewerbeämter (vgl. § 34f Abs. 1 GewO).

In diesen Fällen haben Crowdfunding-Plattformen bei dem zuständigen lokalen Gewerbeamt eine Erlaubnis zur Tätigkeit als Finanzvermittler zu beantragen (vgl. 34f GewO). Der Antrag wird mit Nachweis der Sachkunde positiv entschieden. Die Sachkunde wird von der Industrie- und Handelskammer geprüft (§ 2 Abs. 1 FinVermV). Aus der FinVermV ergeben sich daher auch Verhaltens- und Sorgfaltspflichten der Crowdfunding-Plattformen. Unter der Generalklausel des § 11 FinVermV sind Crowdfunding-Plattformen dazu verpflichtet, Tätigkeiten „mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse des Anlegers auszuüben.“

Informations- und Veröffentlichungspflichten der Crowdfunding-Plattformen, bspw. über Vergütung (vgl. § 12a FinVermV) oder Interessenkonflikte (vgl. § 13 Abs. 5 FinVermV), sind in den §§ 12ff FinVermV enthalten.

So sind die Crowdfunding-Plattformen bspw. verpflichtet zu prüfen, dass Anleger Zeichnungsfristen einhalten. Dies bedeutet, dass Anleger in Abhängigkeit ihres (Gesamt-)Vermögens die Anlagen eines Emittenten erwerben dürfen. Bei einem

Gesamtvermögen ab EUR 100.000 darf ein Anleger max. EUR 10.000 investieren oder zwei Nettomonatsgehälter, sofern die Investition den Betrag von EUR 10.000 nicht übersteigt (vgl. § 16 Abs. 3a FinVermV). Die Überprüfung der Crowdfunding-Plattform findet auf Basis von Selbstauskünften der Anleger statt (vgl. ebenda). Auf die Richtigkeit der gemachten Angaben in der Selbstauskunft darf sich die Plattform verlassen, es sei denn, „die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben des Anlegers ist ihm bekannt oder infolge grober Fahrlässigkeit unbekannt“ (§ 16 Abs. 4 FinVermV).

Neben den Regelungen aus der FinVermV konkretisieren die Regelungen des AnlVermG die Pflichten der Crowdfunding-Plattformen weiter. So wird mit § 2a Abs. 5 VermAnlG verfügt, dass Emittenten, die unmittelbaren oder mittelbaren maßgeblichen Einfluss auf den Erfolg der Crowdfunding-Plattform ausüben, nicht von der Prospektpflicht befreit werden. Hierdurch soll verhindert werden, dass Emittenten einzig zur Umgehung der Prospektpflicht eine eigene Crowdfunding-Plattform gründen.

Die Aufsicht durch die lokalen Gewerbeämter wird an zwei Stellen durchbrochen: (1) wenn die BaFin ein eventuelles Prospekt prüft oder (2) das VIB einer formalen Kontrolle unterzogen wird. Eine allgemeine Kontrolle der Crowdfunding-Plattformen durch die BaFin existiert nicht und wird auch nicht aus der Durchbrechung abgeleitet (vgl. Klöhn, 2017, S. 2127ff).

In der Absicht der Vermeidung der regulatorischen Beaufsichtigung durch die BaFin könnte ein Grund liegen, weshalb auf den deutschen Crowdfunding-Plattformen nahezu ausschließlich Finanzierungen mittels Nicht-Wertpapieren angeboten und durchgeführt werden. Diese Vermutung wurde im Rahmen eines Interviews mit einem Experten aus der Praxis, der eine Crowdfunding-Plattform im Rahmen eines Mandats betreut, inhaltlich bestätigt (vgl. Experte 9, 2020, Anlage 8).

### **12.5.3 Im internationalen Vergleich mit Großbritannien**

Das Vereinigte Königreich regelt im Financial Services and Markets Act 2000 in Section 86, Abs. 1 lit. e), dass das öffentliche Angebot von Wertpapieren mit einem Gesamtgegenwert von weniger als EUR 8 Mio., oder dem Äquivalent in der jeweiligen Währung, prospektfrei erfolgen darf (vgl. FCA, 2019,

<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PR/1/2.html?date=2019-09-26> [abgefragt am: 10.07.2020]). Das Vereinigte Königreich hatte damit ebenfalls Gebrauch von der Regelung aus der EU Prospektverordnung gemacht, Wertpapiere bis zu diesem Wert prospektfrei anzubieten (vgl. Parlament und Rat, 2017, Art. 3 Abs. 2 lit. b)) und lässt diese Regelung auch derzeit, nach erfolgtem Austritt aus der EU, unverändert in Kraft (vgl. FCA, 2019, <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PR/1/2.html?date=2019-09-26> [abgefragt am: 10.07.2020]).

Im Vergleich mit Deutschland ist für das Vereinte Königreich nicht bekannt, dass aus dem Angebot von Nicht-Wertpapieren über Crowdfunding-Plattformen vorteilhafte Sonderregelungen mit Blick auf die Prospekterstellung oder die Beaufsichtigung resultieren. Gemeinsam mit dem Umstand, dass die Verwendung eigenkapitalbasierter Finanzinstrumente, bei denen es sich meist um Wertpapiere handelt, zur Unternehmensfinanzierung im historischen Kontext im Vereinigten Königreich weit gebräuchlicher ist als in Deutschland, werden wohl deshalb auf dem britischen Crowdfunding-Markt Wertpapiere vermittelt (vgl. Michels und Hoffmann, 2018, <https://www.boersenzeitung.de/index.php?li=1&artid=2018228802> [abgefragt am: 10.07.2020]). Die Crowdfunding-Plattformen werden entsprechend der Regelungen des Financial Services and Markets Act 2000 wie Wertpapierhändler reguliert und von der FCA, dem britischen Gegenstück zur deutschen BaFin, beaufsichtigt (vgl. Financial Services and Markets Act 2000, 2020, Section 19). Im Rahmen ihrer Aufsichtsfunktion hat die FCA Verhaltens- und Sorgfaltspflichten von Crowdfunding-Plattformen in einem Policy Statement zusammengefasst und konkretisiert (vgl. FCA, 2014, <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf> [abgefragt am: 10.07.2020]).

In dem Umstand, dass die Unternehmensfinanzierung mittels eigenkapitalbasierten Finanzinstrumenten (= meist Wertpapiere) in UK gebräuchlich ist und keine regulatorischen Vorteile aus der Vermittlung von Wertpapieren oder Nicht-Wertpapieren für Crowdfunding-Plattformen resultieren, kann der Grund für die höhere Quote an Eigenkapitalfinanzierungen im Vergleich zu Deutschland<sup>98</sup> vermutet werden.

---

<sup>98</sup> Die Quote in UK beträgt 82 % und in Deutschland 17 % (vgl. Abschnitt 13.4.1.4.2).

#### 12.5.4 Regulatorische und rechtliche Aspekte zum Crowdfunding

Aus der derzeitigen Entscheidung der EU, die innereuropäischen Crowdfunding-Märkte nicht zu regulieren (vgl. Kommission, 2016a, S. 31), resultiert, dass mit Blick auf den „regulatorischen Flickenteppich“ in der EU in näherer Zukunft voraussichtlich keine Veränderung eintreten wird (vgl. Michels und Hoffmann, 2018, <https://www.boersenzeitung.de/index.php?li=1&artid=2018228802> [abgefragt am: 10.07.2020]). Mit dem Begriff des „regulatorischen Flickenteppichs“ ist gemeint, dass auf den Crowdfunding-Märkten in der EU nationale regulatorische Besonderheiten angetroffen werden können, die dazu führen, dass die Märkte sehr unterschiedliche Entwicklung durchlaufen können (vgl. Kommission, 2016a, S. 9ff).

Ein Beispiel für eine sehr unterschiedlich durchlaufene Entwicklung sind die Crowdfunding-Märkte des Vereinigten Königreichs, der sich noch zu Zeiten der EU-Mitgliedschaft entwickelt hat, und der von Deutschland. Gerade mit Blick auf Volumina, gehandelte Finanzprodukte sowie das Verhältnis von gehandelten Eigenkapital- und Fremdkapitalinstrumenten und der Beaufsichtigung von Crowdfunding-Plattformen sind Unterschiede erkennbar und dargestellt worden (vgl. Abschnitt 12.5.).

Dabei ist der Einwand richtig, dass trotz der Entscheidung, die Crowdfunding-Märkte derzeit nicht unmittelbar auf EU Ebene regulieren zu wollen (vgl. Kommission, 2016a, S. 31), bestimmte EU Rechtserlasse, wie bspw. die Prospektverordnung mit Art. 1 Abs. 3 (vgl. Parlament und Rat, 2017a), einen mittelbaren Effekt auf die Regulierung der Crowdfunding-Märkte ausüben. Diese mittelbaren Effekte können allerdings, wie bspw. durch die in Deutschland geltenden nationalen gesetzgeberische Besonderheiten, mitigiert oder gar ausgehebelt werden (vgl. Abschnitte 13.5.1 und 13.5.2).

Um eine einheitliche Entwicklung der Crowdfunding-Märkte zu fördern, wäre folglich die unmittelbare Regulierung der Crowdfunding-Märkte auf EU Ebene erforderlich, oder eine umfassende Anpassung des europäischen Kapitalmarktrechts. Derzeit ist der Anwendungsbereich des EU-Kapitalmarktrechts auf Finanzinstrumente i.S.d. Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFID II beschränkt. Da sich das Crowdfunding in der EU teils heterogen oder gar konträr mit Blick auf angebotene Finanzinstrumente entwickelt hat (vgl. Abschnitt 12.5.3),

müsste der EU Gesetzgeber folglich das EU Kapitalmarktrecht dahingehend ausweiten und andere bisher nicht berücksichtigte Finanzinstrumente regulieren. Einer solchen Ausweitung stehen auf nationaler Ebene meist Lobby-Interessen entgegen (vgl. Klöhn, 2017, S. 2132) und die Empfehlung der Kommission, dass der Crowdfunding-Markt derzeit recht klein ist und frei von regulatorischen Eingriffen wachsen soll (vgl. Kommission, 2016a, S. 31). Derzeit ist eine Anpassung der rechtlichen Rahmenbedingungen zur Regulierung der Crowdfunding-Märkte auf EU Ebene deshalb unwahrscheinlich.



## Teil C: Vereinbarkeit

---

### 13 Einleitung

---

In den Teilen B.1 und B.2 dieser Arbeit sind inhaltliche relevante Themen vorgestellt und vor dem Thema der von der EU selbstgesetzten ökonomischen und regulatorischen Ziele sowie rechtlichen Aspekten analysiert und eingewertet worden.

Diese Vorarbeit aus den Teilen B.1 und B.2 bilden die Basis, um im Folgenden die Vereinbarkeit der Projekte der europäischen Finanztransaktionssteuer oder der Kapitalmarktunion vor einem ökonomischen, regulatorischen und rechtlichen Hintergrund in diesem Teil C beurteilen zu können.

### 14 Ökonomische Vereinbarkeit

---

In einem ökonomischen Kontext wird mit sämtlichen Bemühungen die Erreichung eines Ziels angestrengt: wirtschaftliches Wachstum zu generieren und fortlaufend sicherzustellen. Diesen Bemühungen liegt der ökonomische Leitgedanke zu Grunde, dass Wachstum Wohlstand generiert (vgl. Hüther et al., 2013, S. 44ff und S. 57f).

Diesen Leitgedanken aufgreifend kann Wachstum insbesondere in einem liberalen wirtschaftlichen Umfeld durch möglichst freien Handel generiert und sichergestellt werden (vgl. Boulding, 1966, S. 7f). Dies bedeutet, dass es beim Handel und der Durchführung von Transaktionen möglichst keine regulierenden Eingriffe erfolgen sollten (vgl. Friedmann, 1970b, S. 3f; vgl. Friedman, 1993, S. 3ff). Regulatorische Eingriffe sollten allenfalls gezielt als solche erfolgen, die zu einem gesunden Wachstum beitragen, wenn ein unreguliertes Wachstum in moralisch nicht vertretbaren Ergebnissen resultieren könnte (vgl. Mill, 1859, Kapitel 4). Diesem Grundsatz folgt auch heute noch die neoklassische Ausrichtung der Wirtschaft in der Praxis (vgl. Schulmeister, 2018, S. 11ff). Denn jeder regulatorische Eingriff erhöht die Kosten einer Transaktion und greift damit die Wirtschaftlichkeit und indirekt das wirtschaftliche Wachstum an (vgl. Schulmeister, 2009, S. 13f). Genau ein solcher Angriff ist mit Umsetzung der EU FTS beabsichtigt: bestimmte Transaktionen sollen durch Besteuerung verteuert werden, damit an Attraktivität einbüßen und nicht länger in gleichem Maß getätigt

werden. Die Wirtschaft soll folglich ohne diese Transaktionen oder in einem geringeren Maß auskommen.

## 14.1 Zusammenfassung der ökonomischen Erkenntnisse zur FTS

Während die EU FTS aus regulatorischer Sicht nach dem Vorbild einer Lenkungssteuer nach Keynes oder Tobin ausgestaltet sein soll, soll sie aus ökonomischer Sicht als eine Finanzierungssteuer wirken (vgl. Kommission, 2013a, S. 2). Diese beiden Eigenschaften der Steuer stehen im ökonomischen Kontext konträr zueinander: Die Lenkungssteuer soll lenken und darf dafür auch wirtschaftliche Nachteile bringen, bis hin zur Verursachung hoher Kosten. Bei Finanzierungssteuern soll die Steuer Einnahmen generieren, die dem Steuererhebenden als Steuereinnahme zweckfrei zur Verfügung stehen (vgl. Schneeweiss und Buergin, 2014, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-09-13/austria-won-t-accept-fig-leaf-financial-transaction-tax> [abgefragt am: 18.06.2020]). Handelt es sich um eine Finanzierungssteuer, sollte folglich eine möglichst breite Besteuerung erfolgen, mit der hohe Steuereinnahmen zu erzielen sind, ohne die Wirtschaft zu stark zu schädigen, indem ein (zu) starker Transaktionsrückgang, bspw. auch durch eine Steuerflucht, ausgelöst wird.

Mit der EU FTS sollen sowohl nicht-derivate als auch derivate Finanztransaktionen besteuert werden. Folglich ist beabsichtigt, mit der EU FTS (nahezu) alle Finanztransaktionen zu besteuern (vgl. Liepe et al., 2013, S. 1344). Die Transaktionen mit nicht-derivaten Finanzprodukten sollen mit mind. 0,1 % besteuert werden und die Transaktionen mit derivaten Finanzprodukten mit mind. 0,01 %. Die steuererhebenden Mitgliedstaaten dürfen entsprechend des aktuellen Richtlinienentwurfs höhere Steuersätze wählen (vgl. Kommission, 2013a, Art. 9 Abs. 2).

Auf Basis der Mindeststeuersätze haben mehrere Forscher Modelle zur Berechnung etwaig zu erwartender Steuerannahmen entwickelt, auch unter der Annahme verschieden starker Rückgänge in der Anzahl von Transaktionen und dem korrelierenden Handelsvolumen (vgl. Abschnitt 5.3.4). Die Forscher kommen dabei zu optimistischeren Ergebnissen als die EU Kommission selbst (vgl. ebenda). Die EU Kommission stellt ihr Ergebnis mit dem „Impact Assessment“, das eine Begleitunterlage zu dem Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS ist, vor (vgl. Kommission, 2013b, S. 24). Hiernach werden Einnahmen von etwa EUR 57 Mrd.

p.a. bei Besteuerung des gesamten europäischen Binnenraums und EUR 34 Mrd. bei Besteuerung der Transaktionen im Hoheitsgebiet der steuereinführenden Staaten erwartet (vgl. ebenda). Diese Steuereinnahmen könnten zentral eingesammelt und mittels eines Verteilungsschlüssels an die steuereinführenden Mitgliedstaaten verteilt werden (vgl. Abschnitt 5.3.4).

Zwar ist von der EU FTS ein Lenkungseffekt zu erwarten (vgl. Abschnitt 6), unter Berücksichtigung des ökonomischen Kontexts sollte die EU FTS allerdings nicht als Lenkungssteuer nach Vorbild von Keynes oder Tobin klassifiziert werden, sondern als eine Finanzierungssteuer (vgl. Abschnitt 6). Diese Einschätzung wird unter Berücksichtigung der beabsichtigten Ausgestaltung der EU FTS von Experten in der Praxis (vgl. Experte 4, 2020, Anlage 3) oder auch durch die Aussage des früheren Österreichischen Finanzministers Schelling gestützt, wonach Schelling nicht bereit ist, die Steuer zum Kontern von Spekulanten einzuführen (vgl. Schneeweiss und Buergin, 2014, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-09-13/austria-won-t-accept-fig-leaf-financial-transaction-tax> [abgefragt am: 18.06.2020]), sondern nur, sofern aus der Steuer Einnahmen von mind. EUR 250 Mio. p.a. für sein Land resultieren (vgl. ORF, 2015, , <http://orf.at/stories/2298328/> [abgefragt am: 10.07.2020]). Auf Basis der beabsichtigten Ausgestaltung des EU FTS und unter Anwendung des vorgestellten Verteilungsschlüssels sowie dem Eintritt der erwarteten Höhe der Steuereinnahmen, wäre dieses Ziel für Österreich erreichbar (vgl. Abschnitt 5.3.4).

## 14.2 Zusammenfassung der ökonomischen Erkenntnisse zur KMU

Die Kommission der EU hat in einem Vergleich mit den USA festgestellt, dass im europäischen Binnenraum kapitalmarktgestützte Finanzierungen schwächer ausgeprägt sind und ein starker Fokus auf Finanzierungen durch Banken liegt (vgl. Kommission, 2015b, S. 7ff). Diesen Umstand betrachtet die Kommission mit Sorge, da das wirtschaftliche Wachstum von den Banken und deren Willen, Geld zur Verfügung zu stellen, abhängig ist (vgl. ebenda, S. 8). Gerade in Zeiten von Finanzkrisen – wie etwa zu Zeiten der Krise von 2007 – könnte es erheblich schwieriger sein, Geldmittel von Banken zur Verfügung gestellt zu bekommen, was unerwünschte wirtschaftliche Effekte auslösen könnte (vgl. ebenda).

Die EU möchte deshalb Rahmenbedingungen schaffen, die ein Wachstum des Kapitalmarkts fördern. Dies ist das zentrale ökonomische Ziel bei der Etablierung der Kapitalmarktunion. Mit einem erstarkten Kapitalmarkt würde dann eine Alternative zur Finanzierung durch die Banken zur Verfügung stehen. Hierdurch stünden für Wirtschaftsakteure zwei voneinander unabhängige Märkte für Finanzierungen zur Verfügung. Der Gedanke dahinter ist, dass wenn die Beschaffung von Geldmitteln auf dem Bankenmarkt nicht möglich ist, dass die Geldmittel vom Kapitalmarkt zur Verfügung gestellt werden und vice versa. Hieraus resultiert die These, dass im Krisenfall das Ausfallen eines der beiden Märkte aufgefangen werden kann und damit eine Krisenresistenz geschaffen würde (vgl. ebenda, S. 11).

Die These, dass im Krisenfall der eine Markt den Ausfall des anderen auffangen kann und daraus eine Krisenresistenz resultiert, wird sowohl von Wissenschaftlern als auch Praktikern mit Skepsis beäugt. In den Wissenschaften wird auf empirische Untersuchungen des amerikanischen Marktes zu Zeiten der Krise von 2007 und danach verwiesen, in denen keine Vorteile aus den stärkeren Kapitalmarktstrukturen bei der Resistenz oder Vorteile bei der wirtschaftlichen Erholung nach der Krise identifiziert werden konnten (vgl. Pesendorfer 2015b, S. 43f). Im Rahmen der Interviews mit Experten aus der Praxis wurde die These der EU ebenfalls kritisiert. Nach Ansicht der Experten resultiert jegliche Form einer Krise aus einem Vertrauensverlust von Marktteilnehmern in einen Markt. Sowohl der Bankenmarkt als auch der Kapitalmarkt sind Teile des Finanzmarktes (vgl. Abschnitt 9.1). Die Experten betonten deshalb, dass es für sie nicht nachvollziehbar ist, weshalb das Finanzsystem weiterhin funktionieren sollte, wenn Marktteilnehmer das Vertrauen in den einen (Finanz-)Markt verlieren würden und gleichzeitig das Vertrauen in die anderen (Finanz-)Märkte weiter behalten würden (vgl. Anlagen 3, S. 9ff; vgl. Experte 8, 2020, Anlage 7).

Einigkeit zwischen den Experten aus der Forschung und der Praxis herrschte hingegen bei der Wertung des ökonomischen Ziels der Kapitalmarktunion, nämlich, dass ein Wachstum der Kapitalmärkte zu begrüßen ist (vgl. Pesendorfer, 2015b, S. 49ff; (vgl. Experte 5, 2020, Anlage 4; vgl. Experte 9, 2020, Anlage 8; vgl. Experte 2, 2020, Anlage 9; vgl. Experte 10, 2020, Anlage 10; vgl. Experte 12, 2021, Anlage 13). Relevant für das Wachstum eines Marktes ist dessen Attraktivität. Attraktiv werden Märkte für Marktteilnehmer hauptsächlich dann, wenn die Marktbenutzungs- bzw. Transaktionskosten eines Marktes gering sind. Dies ist häufig der Fall bei liberalen bzw. deregulierten Märkten (vgl. Pesendorfer, 2013, S. 622ff). Zur Erreichung des

ökonomischen Ziels der Kapitalmarktunion wird die EU folglich Maßnahmen zu erlassen haben, die die Attraktivität der Kapitalmärkte für Marktteilnehmer steigert.

### 14.2.1 Prospektverordnung

Als das ökonomische Ziel ist in der Prospektverordnung festgehalten worden, dass mit den Regelungen ein Beitrag zur Entwicklung der Wertpapiermärkte geleistet werden soll (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Erwägungsgrund 7). Die EU war zuvor zu dem Ergebnis gelangt, dass die Veröffentlichungs- und Mitteilungskosten auf den Wertpapiermärkten zu hoch sind (vgl. Kommission, 2015a, S. 11ff).

Experten aus Forschung und Praxis sind sich einig, dass die Ausrichtung der Wirtschaft und der Märkte in der Praxis im Grundsatz der neoklassischen Lehre zugeordnet werden kann (vgl. Schulmeister, 2018, S. 11ff). Das in der neoklassischen Lehre wohl bekannteste Modell des *vollkommenen Marktes*, mit der Annahme der absoluten Markttransparenz, weicht von den Gegebenheiten in der Realität ab. In der Realität besteht grundsätzlich eine asymmetrische Informationslage zwischen den Parteien, die an einer Transaktion beteiligt sind. In einem stark vereinfachten Beispiel sind die Transaktionenparteien der Emittent bzw. Verkäufer des Wertpapiers und der Anleger. Der Verkäufer des Wertpapiers hat sämtliche Informationen, die für den Käufer relevant sein können. Deshalb bereiten Verkäufer Informationen für (potentielle) Anleger auf. Sofern die Aufbereitung der Informationen gelungen ist, wird der positive Effekt erwartet, dass Anleger das Wertpapier erwerben (vgl. Richter und Furubotn, 2010, S. 295).

Mit Blick auf das Prospekt sind diese relevanten Informationen, die zur Verfügung zu stellen sind, u.a. Informationen zu „Vermögenswerte[n] und Verbindlichkeiten, die Gewinne und Verluste, die Finanzlage und die Aussichten des Emittenten und eines etwaigen Garantiegebers“ (Parlament und Rat, 2017a, Art. 6 Abs. 1 lit. a), „die mit den Wertpapieren verbundenen Rechte;“ (ebenda, Art. 6 Abs. 1 lit. b)) sowie „die Gründe für die Emission und ihre Auswirkungen auf den Emittenten“ (ebenda, Art. 6 Abs. 1 lit. c)). Zusätzlich ist eine kurze und prägnante Zusammenfassung der relevanten Informationen zu erstellen (vgl. ebenda, Art. 7). Diese Informationen bilden mit ihrer Niederschrift das Prospekt, das der zuständigen Aufsicht zur Überprüfung vorzulegen ist (vgl. ebenda, Art. 20). Nach der Überprüfung erfolgt im Erfolgsfalle die Billigung und Hinterlegung des Prospekts bei der Aufsicht (vgl. ebenda,

Art. 20ff). Insgesamt umfasst das gebilligte und hinterlegte Wertpapierprospekt in der Praxis teilweise mehrere hundert Seiten (vgl. BaFin, 2020a, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung_node.html) [abgefragt am: 03.07.2020]) und kann für den Emittenten erhebliche Kosten verursachen (vgl. Kommission, 2015a, S. 11ff).

Mit der Prospektverordnung sind deshalb Rahmenbedingungen geschaffen worden, unter deren Einhaltung vereinfachte Wertpapierprospekte erstellt werden dürfen. Die vereinfachten Wertpapierprospekte sind das sog. Sekundärmarktprospekt (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Art. 14) und das sog. EU-Wachstumsprospekt (vgl. ebenda, Art. 15). Das Sekundärmarktprospekt darf von Emittenten erstellt werden, deren Wertpapiere innerhalb der letzten 18 Monate ununterbrochen zum Handel zugelassen waren (vgl. ebenda, Art. 14 Abs. 1). Im Sekundärmarktprospekt dürfen, im Vergleich zum klassischen Wertpapierprospekt, verkürzte Angaben gemacht werden (vgl. ebenda, Art. 14 Abs. 2).

Mit dem EU-Wachstumsprospekt sind Vereinfachungen eingeführt worden, die von einem bestimmten Kreis von Emittenten unter bestimmten Voraussetzungen genutzt werden können. Der Kreis von Emittenten bezieht sich insbesondere auf solche, die üblicherweise nicht oder in eingeschränktem Umfang Wertpapiere zur Kapitalisierung herausgegeben haben (vgl. ebenda, Art. 15 Abs. 1 lit. a) bis d)). Hierzu werden insbesondere die kleinen und mittleren Unternehmen gezählt werden (vgl. ebenda, Art. 15 Abs. 1 lit. a)). Ferner dürfen die Wertpapiere nicht zuvor auf einem geregelten Markt zugelassen worden sein oder zugelassen werden (vgl. ebenda, Art. 15 Abs. 1). Dies bedeutet, dass ein EU-Wachstumsprospekt nicht für Wertpapiere erstellt werden darf, die bspw. auf einer Börse oder einem multilateralen Handelssystem öffentlich angeboten werden. Im EU-Wachstumsprospekt dürfen, im Vergleich zum klassischen Wertpapierprospekt oder auch dem Sekundärmarktprospekt, noch weiter verkürzte Angaben gemacht werden (vgl. ebenda, Art. 15 Abs. 2).

Weitere Erleichterungen wurden mit der Prospektverordnung im Hinblick auf das Emissionsvolumen und einer damit verbundenen Pflicht zur Erstellung eines Prospekts eingeführt. Es ist kein Prospekt zu erstellen, sofern der Gesamtwert der öffentlich angebotenen Wertpapiere in den letzten 12 Monaten den Betrag von EUR 1 Mio. nicht überschritten hat (vgl. ebenda, Art. 1 Abs. 3). Zudem kann jeder EU Mitgliedstaat über

nationale Regelungen die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts abbedingen, sofern der Gesamtwert der öffentlich angebotenen Wertpapiere in den letzten 12 Monaten den Betrag von EUR 8 Mio. nicht überschritten hat (vgl. ebenda, Abs. 3 Satz 2).

Sofern keine Wertpapierprospekte zu erstellen sind, können auf nationaler Ebene Regelungen zur Informationspflicht der Emittenten gegenüber (potenziellen) Anlegern bestehen. Die nationalen Regelungen bedeuten in der Praxis meist dennoch Erleichterungen für die Emittenten (vgl. Abschnitt 11.5) und deshalb miteinhergehende geringere Veröffentlichungs- und Mitteilungskosten als bei einem Prospekt.

Aus diesem Grund sind die Erleichterungen für die Herausgeber von Prospekten mit Blick auf die Platzierung von Wertpapieren auf den Märkten begrüßenswert. Schließlich bedeuten die Erleichterungen weniger Kosten mit Blick auf die Einhaltung von etwaigen Informationspflichten. Bereits früh wurde in der Lehre die These aufgestellt, dass der Erwerb von Anlegern weniger auf dem Verständnis von Informationen, dem Produkt und den Märkten erfolgt, sondern auf Basis von einer optimistischen oder pessimistischen Stimmung der Anleger (vgl. Keynes, 1936, S. 138). Diese These findet noch heute Anerkennung, auch bei der zuständigen Finanzaufsicht, wenn es heißt, dass kurze und prägnante Informationen, wie sie in den klassischen Prospekten in der Zusammenfassung zur Verfügung gestellt werden, eine größere Rolle spielen als alle Informationen, die dem Anleger mit dem klassischen Prospekt zur Verfügung gestellt werden würden (vgl. BaFin, 2020a, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung_node.html) [abgefragt am: 03.07.2020]).

### **14.2.2 Verbriefungen**

In der Verbriefungsverordnung wurde als ökonomisches Ziel dokumentiert, dass mit den Regelungen aus der Verbriefungsverordnung ein nachhaltiges Wachstum des Verbriefungsmarktes unterstützt werden soll (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Erwägungsgrund 2).

Die Nachhaltigkeit soll dadurch erreicht werden, dass der europäische Gesetzgeber durch regulatorische Eingriffe mit der Verbriefungsverordnung sicherstellen möchte, dass „die vor

der Finanzkrise von 2008 begangenen Fehler“ (ebenda) künftig vermieden werden und gleichzeitig Förderungsmaßnahmen vorstellt, mit denen „eine Neubelebung der Verbriefungsmärkte für Verbriefungen hoher Qualität“ (ebenda) unterstützt werden soll.

Mit den begangenen Fehlern vor der Finanzkrise wird inhaltlich auf die Rahmenbedingungen abgestellt, nach denen die Entwicklung und der Vertrieb von „hochkomplexen, undurchsichtigen und risikoreichen Verbriefungsgeschäften“ (ebenda, Erwägungsgrund 3) zulässig gewesen ist. Deshalb ist mit der Verbriefungsverordnung das Verbot des Verkaufs von „hochkomplexen, undurchsichtigen und risikoreichen Verbriefungsgeschäften“ in Form der sog. Wiederverbriefungen umgesetzt worden (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 8). Daneben ist das Verbot des Erwerbs von Verbriefungen für nicht professionelle Anleger eingeführt worden (vgl. ebenda, Art. 3). Ferner wurden diverse Offenlegungs- und Sorgfaltspflichten beim Angebot von Verbriefungen sowie für den Anleger mit Erwerb und Haltung umgesetzt (vgl. ebenda, Art. 5ff; vgl. Abschnitt 11.3.2).

Neben diesen regulatorisch einschränkenden Eingriffen sind mit der Verbriefungsverordnung Rahmenbedingungen geschaffen worden, mit denen das Verbriefungsgeschäft gefördert werden soll. Hierzu ist für die neu eingeführten „einfachen, transparenten und standardisierten“ (STS<sup>99</sup>)-Verbriefungen ein Label geschaffen worden, das als eine Art Qualitätssiegel fungiert. Dieses Qualitätssiegel ist vergleichbar mit solchen, wie sie bspw. aus anderen Wirtschaftsbereichen wie dem Einzelhandel mit Bio-Siegeln bekannt sind. Das STS-Qualitätssiegel darf unter Einhaltung bestimmter Anforderungen aus der Verbriefungsverordnung und nach Zustimmung der zuständigen Aufsicht geführt werden. Es erfolgt zudem die Aufnahme in eine zentral zugängliche Datenbank der ESMA, wonach diese Verbriefungen anschließend unter dem STS-Label zum Erwerb angeboten werden dürfen (vgl. Abschnitt 11.4).

Die Anforderungen an STS-Verbriefungen sind qualitativer Art, indem bspw. Anforderungen an die Art der Bewertung der verbrieften Werte und die Einhaltung von Mindestqualitätsstandards verbindlich sind und formeller Art (vgl. Parlament und Rat, 2017b,

---

<sup>99</sup> In der deutschsprachigen Version der Verordnung zu den Verbriefungen wird die Abkürzung „STS“ für das englische Äquivalent „simple, transparent and standardised“ zum deutschen „einfach, standardisiert und transparent“ verwendet. Deshalb wird im Folgenden ebenfalls die Abkürzung STS verwendet.



Art. 18ff). Formell sind die Verbriefungen und die Informationen zu den Verbriefungen entsprechend der „einfachen, transparenten und standardisierten“ Anforderungen aufzubereiten. Hierdurch informiert das STS-Label darüber, dass bestimmte qualitative und formelle Anforderungen erfüllt sind, die für die professionellen Anleger, einschließlich der institutionellen Anleger, eine Erleichterung bedeuten, die eigenen Sorgfaltspflichten („Due Diligence“) vor dem Erwerb und während des Haltens der Verbriefungen einzuhalten (vgl. ebenda, Erwägungsgrund 9). Das STS-Label und die Einhaltung bestimmter inhaltlicher und formeller Anforderungen kann von den Herausgebern von Verbriefungen als Verkaufsargument verwendet werden.

Forschung oder eine Analyse und Auswertung über den Anteil und den Einfluss der Maßnahmen zu den STS-Verbriefungen auf die Anzahl und das Volumen von getätigten Transaktionen auf dem Verbriefungsmarkt liegt derzeit nicht vor. Stattdessen ist die allgemeine Entwicklung des europäischen Verbriefungsmarktes im Anschluss an die Finanzkrise bis ins Jahr 2018 aufgezeichnet worden (vgl. Abschnitt 11.5). Hiernach ist ein Wachstumstrend erkennbar, sowie eine positive Entwicklung im Hinblick insbesondere auf die platzierten Verbriefungen bei Anlegern (vgl. ebenda). Zwar wird von einigen Experten erwartet, dass bestimmte externe Faktoren wie etwa der Brexit einen Einfluss auf die Entwicklung und den Wachstumstrend des Verbriefungsmarkts ausüben werden, dieser wird allerdings als gering eingeschätzt (vgl. Waldbröl, 2018, <https://www.pwclegal.de/blog/der-verbiefungsmarkt-2018-gute-stimmung-trotz-anhaltender-skepsis/> [abgefragt am: 07.07.2020]). Dennoch sollten solche Effekte im Rahmen in einer Analyse und Auswertung berücksichtigt werden, wenn der Einfluss der Verbriefungsverordnung und der Maßnahmen mit den STS-Verbriefungen künftig im Rahmen von empirischen Untersuchungen ausgewertet werden. Einzig gesichert ist, dass die Interessenvertreter und interessierten Parteien, die von der EU im Rahmen einer Konsultation befragt wurden, von einer positiven Akzeptanz der STS-Verbriefungen berichten (vgl. German Banking Industry Committee et al., 2019, S. 2).

Die positive Akzeptanz der STS-Verbriefungen wird einen Einfluss auf den Plan der EU haben, die Rahmenbedingungen für STS-Verbriefungen auszuweiten. Aktuell steht ausschließlich für die sog. „true sale“ Verbriefungen die Möglichkeit zur Verfügung, diese als STS-Verbriefungen zertifizieren zu lassen und anschließend anzubieten (vgl. Abschnitt 11.7.1.2). Mit der Ausweitung sollen Rahmenbedingungen geschaffen werden, mit denen auch für synthetische

Verbriefungen das STS-Label eingeführt wird (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 45). Ein Zeitplan, wann ein entsprechender Entwurf über die Rahmenbedingungen vorliegt, mit dem die Verbriefungsverordnung weiterentwickelt werden soll, ist derzeit unveröffentlicht (vgl. EBA, 2019, <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2963923/67358bc9-921d-49ec-86b6-144e90fa97b3/EBA%20Discussion%20Paper%20on%20STS%20syntehtic%20securitisation.pdf> [abgefragt am: 08.07.2020]). Auf Basis der erfolgten Rückmeldungen der Interessensvertreter und interessierten Parteien Ende 2019 kann davon ausgegangen werden, dass aktuell die Ausarbeitung der Rahmenbedingungen erfolgt und damit ein weiterer Schritt des europäischen Gesetzgebers erfolgt, mit dem zum Wachstum des Verbriefungsmarktes beigetragen werden soll (vgl. ebenda).

### 14.2.3 Crowdfunding

Im Rahmen der Etablierung der Kapitalmarktunion wurde die EU Kommission mit der Erstellung eines Berichts über den Status-Quo des Crowdfunding-Marktes<sup>100</sup> im europäischen Binnenraum beauftragt, sowie der Abgabe einer Empfehlung zur Regulierung des Marktes (vgl. Kommission, 2015b, Annex 1). In dem Bericht ist die Empfehlung der Kommission enthalten, den Crowdfunding-Markt auf EU Ebene nicht direkt zu regulieren (vgl. Kommission, 2016a, S. 31). Hierdurch soll „die rasante Entwicklung des relativ kleinen Crowdfunding-Markts“<sup>101</sup> (Kommission, 2016a, S. 30f) frei von regulatorischen Einflüssen und etwaigen daraus resultierenden Schäden gefördert werden (vgl. ebenda, S. 31).

Dieser Empfehlung aus dem Bericht der Kommission, den Crowdfunding-Markt nicht direkt zu regulieren, folgt die EU aktuell. Von den Akteuren auf dem Crowdfunding-Markt wird diese Empfehlung unter ökonomischen Aspekten sicherlich begrüßt werden. Schließlich sind in der Empirie unter regulatorisch liberaleren Umständen geringere Anforderungen an die Sorgfalts- und Offenlegungspflichten von Parteien dokumentiert und ein Rückgang von

---

<sup>100</sup> Als „der Crowdfunding-Markt der EU“ wird die Summe aus den Crowdfunding-Märkten der Mitgliedstaaten im europäischen Binnenraum bezeichnet.

<sup>101</sup> Übersetzung durch den Autor. Original: „crowdfunding remains relatively small ... but is developing rapidly“.

Transaktionskosten beobachtet worden (vgl. Richman und Macher, 2008, S. 13f), was sich positiv auf Gewinnchancen von Kapitalgebern auswirken kann (vgl. Pesendorfer, 2013, S. 622f) und damit positiv für die Attraktivität des Crowdfunding-Markt bei Marktteilnehmern ist.

Die hohen Gewinnchancen für Kapitalgeber werden mit Blick auf die Rendite von gehandelten Finanzinstrumenten auf dem Crowdfunding-Markt deutlich. Diese fällt im Vergleich von eingesetztem Kapital für Geldanlagen in klassische Finanzinstrumente über Finanzinstitute wie etwa Banken derzeit mit im Schnitt von etwa 10,1 % p.a. für Fremdkapital- und zwischen 5,1 % und 7,7 % p.a. für Eigenkapitalfinanzierungen deutlich höher aus (vgl. Crowdfunder, 2018, S. 9ff).

Chancen auf hohe Gewinne in einem liberalen Umfeld haben stets auch Effekte auf die Struktur der Kapitalgeber. Zwar ist in der Forschung über die Struktur der Kapitalgeber auf dem Crowdfunding-Markt wenig bekannt, da Informationen aufgrund von datenschutzrechtlichen (Eigen-)Verpflichtungen von Crowdfunding-Plattformen nicht oder nur eingeschränkt zur Verfügung gestellt werden (vgl. Klöhn, 2017, S. 2126f), dieser Umstand kann in einem gewissen Maß durch Informationen aus der Praxis kompensiert werden. Aus den Informationen aus der Praxis ist erkennbar, dass Crowdfunding-Plattformen neben Kleinanlegern auch gezielt um große institutionelle Anleger als Kapitalgeber werben (vgl. auxmoney, 2019, <https://www.auxmoney.com/institutional-investing> [abgefragt am: 13.07.2020]). So verkündete auxmoney im Rahmen einer Pressemitteilung bereits in 2017, dass ein niederländischer Anbieter von Lebens- und Rentenversicherung über die nächsten drei Jahren beabsichtigt, als Kapitalgeber Fremdkapital i.H.v. etwa EUR 1,5 Mrd. über die Crowdfunding-Plattform zur Verfügung zu stellen (vgl. auxmoney, 2017, <https://www.auxmoney.com/presse/aegon-intensiviert-partnerschaft-mit-auxmoney-dem-vorreiter-fuer-finanzielle-teilhabe/> [abgefragt am: 13.07.2020]).

Parallelen zum Crowdfunding-Markt können mit Blick auf das Wachstum eines jeden Markts in einem liberalen regulatorischen Umfeld erkannt werden: Die professionellen Anleger agieren in diesem Umfeld früher und aktiver, bevor mit Verzögerung die breitere Masse auf Gewinnchancen aufmerksam wird (vgl. Keynes, 1936, S. 138; vgl. Pesendorfer, 2013, S. 621ff). Am Ende sind es die professionellen Anleger, die in dem liberalen Umfeld profitieren (vgl. Keynes, 1936, S. 138). Zu Zeiten der Krise von 2007 wurden solche regulatorischen

„Fehler“ im Sinne eines zu liberalen Umfelds auf dem Verbriefungsmarkt (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Erwägungsgründe 2f und 5) von der EU identifiziert und durch direkten regulatorischen Eingriff ein System des Anlegerschutzes etabliert. Solche Anlegerschutzsysteme sollen der Schutzbedürftigkeit eines Anlegers auf Basis der Erfahrungheit und Fachkenntnis Rechnung tragen (vgl. Abschnitt 16).

Insofern kann in der derzeitigen Haltung zur direkten Nicht-Regulierung des Crowdfunding-Marktes eine mögliche Parallele zu dem zuvor beschriebenen Muster erkannt werden: Aktuell wird „die rasante Entwicklung des relativ kleinen Crowdfunding-Markts“<sup>102</sup> (Kommission, 2016a S. 30) in einem liberalen Umfeld begrüßt (vgl. ebenda, S. 30f). Die unterschiedlichen Strukturen mit Blick auf angebotene Finanzinstrumente sowie der Art des zur Verfügung gestellten Kapitals als Fremd- oder Eigenkapital, den damit miteinhergehenden Risiken oder die unterschiedliche Regulierung auf Basis von nationalen Aufsichtsregimes (vgl. Abschnitte 11.4 und 11.5), die einen „regulatorischen Flickenteppich“ auf Ebene der Mitgliedstaaten verursachen (vgl. Michels und Hoffmann, 2018, <https://www.boersenzeitung.de/index.php?li=1&artid=2018228802> [abgefragt am: 10.07.2020]), werden geduldet. Diese Duldung zugunsten des Wachstums erfolgt, bis „Fehler“ ersichtlich werden, die eine direkte Regulierung des Crowdfunding-Markts auf EU Ebene „erforderlich“ bzw. unumgänglich werden lassen.

Da gerade auch auf nationaler Ebene der Mitgliedstaaten professionelle Anleger als Interessenvertreter und interessierte Parteien ihre eigenen Lobby-Interessen gegenüber der Politik vertreten, kann für die nähere Zukunft erwartet werden, sofern diese ruhig und damit bspw. krisenfrei verläuft, dass ein direkter regulatorischer Eingriff auf EU Ebene, der von den Mitgliedstaaten im Rahmen des EU Gesetzgebungsverfahrens gestützt werden muss, zur Regulierung des Crowdfundings derzeit nicht aussichtsreich ist (vgl. Klöhn, 2017, S. 2132).

### 14.3 Ergebnis zur ökonomischen Vereinbarkeit

Im Rahmen von Interviews äußerte ein Experte aus der Praxis das Verständnis, dass es sich aus seiner Sicht bei der EU FTS im Rahmen ihrer geplanten Ausgestaltung gerade vom

---

<sup>102</sup> Übersetzung durch den Autor. Original: „crowdfunding remains relatively small ... but is developing rapidly“

Charakter her nicht um eine Lenkungssteuer nach dem Vorbild von Keynes oder Tobin handelt, sondern um eine Finanzierungssteuer (vgl. Experte 4, 2020, Anlage 3). Der Unterschied liegt hierbei in der Zielsetzung des Steuererhebenden als zentrales Element: mit einer Lenkungssteuer sollen bestimmte Transaktionen besteuert werden, um den Fokus der Finanzmarktteilnehmer auf die unbesteuerten Finanztransaktionen zu lenken (vgl. Keynes, 1936, S. 138; vgl. Tobin, 1978, S. 153).

Als Teil der Transaktionskosten verteuert die abzuführende Steuer die Durchführung der Transaktionen und übt damit unmittelbaren Einfluss auf den erzielbaren Gewinn aus (vgl. Pesendorfer, 2013, S. 622f). Aus der Vertueuerung der Transaktion und dem miteinhergehenden Wegbrechen des erzielbaren Gewinns resultiert die Erwartung, dass es zu einer vermehrten Durchführung der unbesteuerten Transaktionen kommt (vgl. Keynes, 1936, S. 138; vgl. Tobin, 1978, S. 153). Hierdurch kann Einfluss auf die wirtschaftliche Ausrichtung und Entwicklung genommen werden, indem ein etwaiges Wachstum der Wirtschaft in eine bestimmte Richtung gelenkt wird (vgl. ebenda). Diese Lenkungsabsicht ist bei einer Finanzierungssteuer nicht das zentrale Element. Bei einer Finanzierungssteuer wird ein möglichst weiter Besteuerungsrahmen gewählt, um Steuereinnahmen zu generieren, die der Deckung des Finanzbedarfs des Steuererhebenden dienen (vgl. Vocke, 1866, S. 50ff; vgl. Bohley, 2003, S. 9ff).

Das Verständnis des Experten, dass es sich nicht um eine Lenkungs- sondern um eine Finanzierungssteuer handelt, kann auf Basis einer Auseinandersetzung der Ausgestaltungsmerkmale der EU FTS entsprechend des aktuellen Richtlinienentwurfs gewonnen werden (vgl. Abschnitt 4). Tatsächlich ist es so, dass mit der EU FTS in ihrer aktuell beabsichtigten Ausgestaltung Steuerelemente eingeführt werden sollen, die in der Steuerlehre in ihrer Art und Umfang bisher ohne Vergleich sind (vgl. Liepe et al., 2013, S. 1344ff). Die EU Kommission selbst fasst diese umfangreichen Besteuerungsmaßnahmen mit den Worten zusammen: „In a nutshell: All markets! All instruments! All actors!“ (Kommission, 2014, S 9).

Zum Grund für die Wahl der Art und des Umfangs der EU FTS, die „All markets! All instruments! All actors!“ besteuert (Kommission, 2014, S. 9), äußert sich die Kommission indes nicht explizit. Experten äußerten in den Interviews die Vermutung, dass es in der Praxis an einer

tatsächlichen Unmöglichkeit grenze, unerwünschte Transaktionen zu identifizieren und damit eine echte Lenkungssteuer zu schaffen (vgl. Experte 4, 2020, Anlage 3; vgl. Experte 5, 2020, Anlage 4). Ebenfalls wurde in Interviews und in der Literatur darauf hingewiesen, dass ein in Art und Umfang geringerer Besteuerungsrahmen vermutlich die Entwicklung von Steuervermeidungsmaßnahmen begünstigen würde (vgl. ebenda; vgl. Tietje et al., 2014, S. 24).

Ein weiterer möglicher Grund für die Wahl der Art und des Umfangs der EU FTS könnte sein, dass mit dem weiten Besteuerungsrahmen die gleichen Ausgangsbedingungen zu anderen Wirtschaftszweigen geschaffen werden sollen (vgl. Kommission, 2013a, S. 2). Indirekte Steuern werden in anderen Wirtschaftszweigen grundsätzlich auf alle Märkte, alle dort gehandelten Waren in Form von Produkten oder Dienstleistungen sowie jeden Marktteilnehmer, egal ob juristische oder natürliche Person, erhoben (vgl. Englisch, 2008, S. 557ff). Dieser weite Besteuerungsrahmen wird sicherlich auch die Erwartung von Politikern der EU FTS einführenden Mitgliedstaaten erfüllen, die die Steuer nicht aus politischen Gründen einführen möchten, „um böse Spekulanten zu kontern“ (Schneeweiss und Buergin, 2014, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-09-13/austria-won-t-accept-fig-leaf-financial-transaction-tax> [abgefragt am: 18.06.2020]), sondern aus der Steuer Einnahmen zur Deckung des eigenen Finanzierungsbedarfs generieren möchten (vgl. ORF, 2015, <http://orf.at/stories/2298328/> [abgefragt am: 10.07.2020]).

Auch wenn über den Grund für den weiten Besteuerungsrahmen und dem einhergehenden Widerspruch zwischen Lenkungs- und Finanzierungssteuer von der EU selbst keine explizite Antwort zur Verfügung steht, und im Rahmen dieser Arbeit ausschließlich Vermutungen geäußert werden können, ist der Grund im Hinblick auf das Ergebnis für die Steuereinführung letztlich von untergeordneter Rolle. Entscheidend ist, dass die EU FTS im Ergebnis als Finanzierungssteuer charakterisiert werden sollte (vgl. Abschnitt 6), deren Besteuerungsregime „All markets! All instruments! All actors!“ betreffen wird (Kommission, 2014, S. 9). Ausgestaltungsmerkmale, die ein generelles Wirtschaftswachstum oder die Entwicklung entsprechend einer gewünschten wirtschaftlichen Ausrichtung begünstigen, sind aufgrund des weiten Besteuerungsrahmens nicht ersichtlich.

Im Analyseteil zur KMU sind 3 Themen und deren ökonomische Ziele analysiert worden: (1) die Prospektverordnung (vgl. Abschnitt 10), (2) die Verbriefungsverordnung (vgl. Abschnitt 11) und der (3) Crowdfunding-Markt (vgl. Abschnitt 12).

Als das ökonomische Ziel ist in der Prospektverordnung festgehalten worden, dass Rahmenbedingungen geschaffen werden sollen, die zur Entwicklung des Wertpapiermarkts beitragen und damit ein Wachstum des Markts sowie ein generelles Wirtschaftswachstum begünstigen (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Erwägungsgründe 1 und 7). Dies soll erreicht werden, indem durch regulatorische Eingriffe die Veröffentlichungs- und Mitteilungskosten bei zu veröffentlichenden Wertpapierprospekten gesenkt werden (vgl. ebenda, Erwägungsgrund 1). Hierzu sind mit der Prospektverordnung Rahmenbedingungen geschaffen worden, unter deren Einhaltung es den Herausgebern von Prospekten erlaubt ist vereinfachte Wertpapierprospekte zu erstellen (vgl. Abschnitte 11.2.2.4 und 11.2.2.5). In diesen vereinfachten Wertpapierprospekten dürfen verkürzte Angaben zur Erfüllung der Veröffentlichungs- Mitteilungspflichten gemacht werden (vgl. ebenda). Daneben sind mit der Prospektverordnungen Befreiungen von der Pflicht zur Erstellung eines Prospekts eingeführt worden (vgl. Abschnitt 10.2.1). Da zur Erfüllung der Veröffentlichungs- Mitteilungspflichten teilweise sehr umfangreiche Wertpapierprospekte von mehreren hundert Seiten zu erstellen sind (vgl. BaFin, 2020a, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung_node.html) [abgefragt am: 03.07.2020]), sollen mit diesen Maßnahmen Erleichterungen umgesetzt werden, die in geringeren Kosten für die Herausgeber resultieren. Die geringen Kosten sollen den Wertpapiermarkt für Herausgeber von Wertpapieren attraktiver machen, die einer verstärkten Nutzung mit einer „größeren Vielfalt an Finanzierungsquellen in der gesamten Europäischen Union“ (Parlament und Rat, 2017a, Erwägungsgrund 1) resultiert und die damit letztlich zur Entwicklung und dem Wachstum des Markts beiträgt (vgl. ebenda).

In der Verbriefungsverordnung ist als ökonomisches Ziel festgehalten worden, dass durch die Regelungen aus der Verordnung eine Rückkehr zu nachhaltigem Wachstum des Verbriefungsmarktes erfolgen soll (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Erwägungsgrund 2). Der Begriff des nachhaltigen Wachstums kann einen Ausblick auf die Natur der Regelungen aus der Verbriefungsverordnung erlauben: Auf der einen Seiten enthält die Verordnung strenge

regulatorische Regelungen, mit denen unerwünschte Verbriefungsformen und Vertriebspraktiken eingeschränkt werden sollen (vgl. Abschnitt 11.3.2), und deshalb einem generellen Wachstum tendenziell entgegenstehen. Auf der anderen Seite enthält die Verbriefungsverordnung Regelungen, mit denen eine Belebung des Verbriefungsmarktes durch erwünschte Verbriefungsformen und Geschäftsgebaren gefördert werden soll (vgl. Abschnitt 11.4). Dieser Kontrast kann mit Beispielen zu Regelungen aus der Verbriefungsverordnung deutlich werden: Die strengen regulatorischen Regelungen mit Verboten sind eingeführt worden, um den „hochkomplexen, undurchsichtigen und risikoreichen Verbriefungsgeschäfte“ zu begegnen und Anleger zu schützen (Parlament und Rat, 2017b, Erwägungsgrund 3). Hierzu wurde u.a. das Verbot der Wiederverbriefungen (vgl. ebenda, Art. 8) eingeführt oder das grundsätzliche Verbot des Verkaufs von Verbriefungen an Kleinanleger (vgl. ebenda, Art. 3). Gleichzeitig sind „Regeln erlassen .. [worden], mit denen einfache, transparente und standardisierte Produkte besser von komplexen, undurchsichtigen und risikohaltigen Instrumenten abgegrenzt werden“ können (ebenda, Erwägungsgrund 3). In diesem Zusammenhang wurden die „simple, transparent and standardised“ (STS)-Verbriefungen eingeführt (vgl. Abschnitt 11.4). Erfüllen Verbriefungen die Anforderungen, die an STS-Verbriefungen gestellt werden, dürfen diese auf dem Markt als STS-Verbriefungen angeboten werden (vgl. Abschnitt 11.4.4). Von der EU konsultierte Interessensvertreter und interessierte Parteien berichten von einer positiven Akzeptanz der STS-Verbriefungen am Markt (vgl. German Banking Industry Committee et al. 2019, S. 2), weshalb die EU beabsichtigt, die Regelungen zu den STS-Verbriefungen neben den „true sale“ Verbriefungen nunmehr auch für die synthetischen Verbriefungen einzuführen (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 45; vgl. Abschnitt 11.7.1.2). Mit der Entwicklung der Rahmenbedingungen von STS-Verbriefungen für synthetische Verbriefungen unternimmt der europäische Gesetzgeber damit einen weiteren Schritt, mit dem zum Wachstum des Verbriefungsmarktes beigetragen werden soll (vgl. Abschnitt 11.7.1.2).

Die Kommission wurde im Rahmen der Etablierung der Kapitalmarktunion damit beauftragt, einen Bericht über den Crowdfunding-Markt in der EU zu erstellen und darin eine Empfehlung zu dessen Regulierung abzugeben (vgl. Kommission, 2015b, Annex 1). Die Kommission hat in dem Bericht festgehalten, dass es sich beim Crowdfunding-Markt um einen relativ kleinen Markt handele, der sich rasant entwickle und als alternative Finanzierungsquelle das Potenzial zur Transformation des Finanzsystems habe (vgl. Kommission, 2016a, S. 30f). Es wurde



deshalb empfohlen, von einer Regulierung auf EU Ebene abzusehen, um ein einfluss- und schadensfreies Wachstum des Crowdfunding-Marktes zu fördern (vgl. ebenda, S. 31). Die Empfehlung der Kommission kann unter Berücksichtigung von Ergebnissen aus empirischer Forschung zur Regulierung bzw. Deregulierung von Märkten nachvollzogen werden: Regulatorisch liberale Umstände auf einem Markt korrelieren mit geringen Kosten für die Nutzung des Marktes. Die geringeren Kosten bedeuten mehr Spielräume für Gewinne, woraus die Attraktivität der weniger streng regulierten Märkte im Wettbewerb gegenüber strenger regulierter Märkte resultiert (vgl. Pesendorfer, 2013, S. 621ff). Die Attraktivität und eine einhergehende verstärkte Nutzung des weniger streng regulierten Marktes begünstigt wiederum das Wachstum (vgl. Vogel und Swinnen, 2011, S. XVIII). Die Kehrseite der Entscheidung gegen die direkte Regulierung auf EU Ebene im konkreten Fall des Crowdfunding-Marktes ist eine sehr unterschiedlich verlaufende Entwicklung mit Blick auf Anzahl und Volumen der Transaktionen und der gehandelten Finanzinstrumente sowie des generellen Wachstums auf der Mitgliedstaatenebene (vgl. Abschnitt 12.5).

Zur Beurteilung der ökonomischen Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU sollte der Charakter der Maßnahmen zusammenfassend eingewertet werden: Der Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS enthält Maßnahmen, die zu einer Besteuerung (nahezu) aller Finanztransaktionen, auf allen Märkten und von allen Marktteilnehmern führen würde (vgl. Kommission, 2013a, Art. 3; vgl. Kommission, 2014, S. 9). Dabei hat die Einführung einer Steuer grundsätzlich negative Effekte auf das Wachstum von Märkten und der Wirtschaft im Allgemeinen (vgl. Petersen, 2006, S. 50ff). Die analysierten drei Eckpfeiler, die zur Etablierung der KMU beitragen, enthalten zusammenfassend Maßnahmen oder Entscheidungen, die in ihrem Charakter zum Wachstum des jeweiligen Marktes und der Wirtschaft beitragen sollen. Da die EU FTS als Steuer grundsätzlich negative Effekte mit Blick auf das Wachstum eines Marktes und der Wirtschaft im Allgemeinen hat und im Besonderen auch die Märkte betreffen würde, deren Wachstum mit Maßnahmen oder Entscheidungen zur KMU gefördert werden soll, ist es mindestens ambitioniert, aus einer ökonomischen Perspektive die Vereinbarkeit der EU FTS und der analysierten Themen der KMU argumentativ ableiten zu wollen.

## 15 Regulatorische Vereinbarkeit

---

### 15.1 Zusammenfassung der regulatorischen Erkenntnisse zur FTS

In ihren Arbeiten stellten Keynes und Tobin die Finanztransaktionssteuer als ein regulatorisches Lenkungsinstrument vor. Mit der Finanztransaktionssteuer sollte das Interesse von Marktteilnehmern von der Durchführung besteuerteter Transaktion hin zu anderen, nicht besteuerten Transaktionen gelenkt werden. Der Gedanke war denkbar einfach: Mit einer richtig ausgestalteten Finanztransaktionssteuer sollten die (Transaktions-)Kosten für bestimmte Transaktionen in einem Maß erhöht werden, dass sich deren Durchführung mit Blick auf die reine Gewinnerzielungsabsicht nicht länger lohnt (vgl. Keynes, 1936, S. 138f; vgl. Tobin 1978, S. 153).

Beachtenswert ist der Umstand, dass die Idee zur Regulierung durch eine Lenkungssteuer zu Zeiten von (Finanz-)Krisen und unmittelbar danach aufkommt, wenn bestimmte Finanztransaktionen als krisenursächlich oder zumindest krisenverschärfend identifiziert worden sind (vgl. Alexander und Eatwell, 2012, S. 398; vgl. Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 8ff). Mit der Steuer soll eine (1) Einschränkung von risikoreichen und Spekulationsgeschäften erfolgen, (2) die Bildung eines monetären Puffers durch die Steuerbeiträge für künftige Krisen geschaffen werden und (3) die Finanzierung öffentlicher Güter erfolgen (vgl. Alexander und Eatwell, 2012, S. 398).

Im Nachgang an die (Finanz-)Krise von 2007 hielt die EU in dem Richtlinienentwurf zur Einführung der EU FTS ihre Gründe für die beabsichtigte Einführung der Steuer fest. Diese sind (vgl. Kommission, 2013a, S. 2): (1) Die Harmonisierung der Rechtsvorschriften, um das ordnungsgemäße Funktionieren des Binnenmarktes zu gewährleisten und Verzerrungen im Rahmen eines regulatorischen Wettbewerbs entgegenzuwirken, (2) dass Finanzinstitute einen Beitrag zu den Kosten der (Finanz-)Krise von 2007 leisten und die gleichen steuerlichen Ausgangsbedingungen geschaffen werden, wie sie für andere Wirtschaftszweige bestehen und (3) dass mit der Steuer ein Hemmnis für Transaktionen geschaffen wird.

Mit Blick auf das (1) Ziel, die Harmonisierung von Rechtschriften, ist festzustellen, dass im Europäischen Binnenraum eine Vielzahl von nationalen Rechtsvorschriften zur Besteuerung

von Finanztransaktionen herrschen (vgl. Abschnitt 6.2). Derzeit besteuern neun von 27 Mitgliedstaaten der EU Finanztransaktionen in teils sehr unterschiedlichem Umfang (vgl. ebenda). Die Einführung der EU FTS würde deshalb sicherlich einen Beitrag zur Harmonisierung der Rechtsvorschriften leisten (vgl. ebenda). Gleichzeitig würde zwangsweise der Verzerrung des Wettbewerbs entgegengewirkt, da mit den vereinheitlichten Regeln der EU FTS einem regulatorischen Wettbewerb um Besteuerungsregeln entgegengewirkt wird (vgl. ebenda).

Mit Blick auf das (2) Ziel, dass Finanzinstitute einen Beitrag zu den Kosten der letzten Finanzkrise leisten, nutzt die EU im Richtlinienvorschlag einen argumentativen Zirkelschluss: Finanzinstitute werden mittels der EU FTS zur Beitragsleistung verpflichtet. Gleichzeitig wird im Richtlinienentwurf definiert, wer ein steuerpflichtiges Finanzinstitut ist (vgl. Kommission, 2013a, Art. 2 Abs. 1). Somit wird das selbstgesetzte Ziel zwangsläufig erreicht, indem im Richtlinienentwurf der Kreis der steuerpflichtigen Finanzinstitute definiert wird. Der Definition nach sind Wertpapierfirmen, Kreditinstitute, geregelte Märkte wie bspw. Börsen, Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen, ein Pensionsfonds oder auch eine Einrichtung der betrieblichen Altersversorgung steuerpflichtige Finanzinstitute (vgl. ebenda, Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit. a) bis f). Ebenfalls ist ein Auffangtatbestand im Richtlinienvorschlag enthalten, wonach alle diejenigen ein steuerpflichtiges Finanzinstitut sind, deren Transaktionsvolumina über 50 % ihres durchschnittlichen Netto-Jahresumsatzes ausmacht (vgl. Kommission, 2013a, Art. 2 Abs. 1 Nr. 8 lit. j)).

Insbesondere mit Blick auf etwaig konkret benennbare, tatsächlich (krisen-)verantwortliche Finanzinstitute und -gruppen (vgl. Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 8ff) kann der Richtlinienvorschlag als weitgehend erachtet werden. Ob diese Weite mit Blick auf die Steuerlasttragenden erforderlich gewesen wäre, wird mit Blick auf Regulierungsabsichten und die Besteuerung von Kleininvestoren oder auch Eigentümern privater Rentenverträgen kritisiert (vgl. Liepe et al., 2013, S. 1344). Mit Blick auf das selbstgesetzte Ziel, „die Finanzinstitute“ zur Steuer zu verpflichten, ist das Ziel über die selbstgesetzte Definition der Finanzinstitute in Art. 2 Abs. 1 in sich selbst erfüllt (vgl. Kommission, 2013a, S. 2 und Art. 2).

Der Blick auf das Unterziel des (2) Ziels, gleiche Ausgangsbedingungen mit der Finanztransaktionssteuer zu schaffen, wie sie für andere Wirtschaftszweige gelten, ist der

weitgewählte Rahmen für die steuerpflichtigen Finanzinstitute indes nachvollziehbar. Im Kontrast zur Finanzwirtschaft ist bei der Durchführung einer Transaktion, bspw. beim Bezug von Dienstleistungen oder beim Erwerb von Produkten, eine indirekte Steuer zu entrichten. Indirekte Steuer bedeutet, dass die Höhe der zu entrichtenden Steuer prozentual vom Nettopreis ermittelt wird. Der Nettopreis und die zu entrichtende Steuer bilden dann in Summe den zu leistenden Bruttopreis. Mit der Finanztransaktionssteuer wird exakt diese Form der Besteuerung auch für die Transaktionen in der Finanzwirtschaft eingeführt (vgl. Söhn, 1996, S. 165 i.V.m. Kommission, 2013a, Art. 4ff), womit gleiche Ausgangsbedingungen wie für andere Wirtschaftszweige geschaffen werden würden.

Mit Blick auf das (3) Ziel, dass die Finanztransaktionssteuer ein Hemmnis bei der Durchführung von zu besteuerten Transaktionen ist, kann auf Ergebnisse aus empirischer Forschung zurückgegriffen werden. Auch wenn Finanztransaktionssteuern in ihrer jeweils konkreten Form unterschiedlich ausgestaltet sein können, so ist stets gleich, dass die Besteuerung die Durchführung der Transaktion verteuert. Aus dieser Verteuerung resultieren Effekte auf die erzielbare (Gewinn-)Marge oder auch auf die Anzahl und Volumina der durchführbaren Transaktionen mit einem bestimmten zur Verfügung stehenden Budget. Forscher bestätigen diese Effekte auf Basis von empirischen Beobachtungen und kommen auf Basis von rückläufigen Transaktionsanzahlen und -volumina zu dem Schluss, dass eine Finanztransaktionssteuer ein Hemmnis bei der Durchführung von Transaktionen ist (vgl. Umlauf, 1993, S. 237; vgl. Meyer et al., 2013, S.17f; vgl. Büttner et al., 2015, S. 34f; vgl. Schäfer, 2015, S. 10). Insofern kann mit hinreichender Sicherheit die Annahme getroffen werden, dass die Europäische Finanztransaktionssteuer in ihrer geplanten Ausgestaltung (vgl. Kommission, 2013a, Art. 2ff) bei der Durchführung der besteuerten Transaktionen ein Hemmnis darstellen wird und das Ziel damit erreicht werden wird.

## **15.2 Zusammenfassung der regulatorischen Erkenntnisse zur KMU**

Regulierung ist als die Überwachung und Steuerung des Marktgeschehens, der Marktentwicklung und Marktteilnehmer durch staatliche Eingriffe definiert (vgl. Borrmann und Finsinger, 1999, S. 8). Mit der Etablierung der Kapitalmarktunion beabsichtigt die EU durch Regulierung eine Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der Kapitalmärkte im europäischen Binnenerreich herbeizuführen (vgl. Kommission, 2015a, S. 2). Historisch

betrachtet wird eine Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit durch die Senkung von regulatorischen Anforderungen an Marktteilnehmer und gehandelte Finanzprodukte erreicht (vgl. Pesendorfer, 2013, S. 621ff), was in sich selbst auch eine Form der Regulierung darstellt. Die Folge ist deshalb eine Deregulierung bzw. Liberalisierung der Märkte von regulatorischen Maßnahmen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit.

### **15.2.1 Prospektverordnung**

Die EU beabsichtigte mit der Überarbeitung der Prospektverordnung regulatorisch sicherzustellen, dass Anleger alle Informationen zur Verfügung gestellt bekommen, die notwendig sind, um eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Erwägungsgrund 7). Dies soll dazu beitragen, dass das Vertrauen von Anlegern in die Wertpapiere gestärkt wird (vgl. ebenda). Es könnte deshalb zunächst der Eindruck aufkommen, dass der europäische Gesetzgeber bei der Überarbeitung der Prospektverordnung seinen Fokus auf den Schutz des Anlegers gerichtet hat.

Der europäische Gesetzgeber hat mit der Prospektverordnung neue Regelungen eingeführt, die die Herausgeber eines Prospekts zu einer einfacheren und nutzerfreundlicheren Ausgestaltung verpflichten (vgl. ebenda, Art. 6ff). Hierzu hat der Herausgeber in einer Zusammenfassung kurz und prägnant über die Chancen und Risiken des Finanzproduktes zu informieren (vgl. ebenda, Art. 7). Die Zusammenfassung des Prospekts wurde eingeführt, damit Anleger nicht länger auf teilweise mehreren hundert Seiten in teilweise technischer und schwer verständlicher Sprache die relevanten Informationen heraussuchen müssen (vgl. BaFin, 2020a, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung_node.html) [abgefragt am: 03.07.2020]).

Neben der Zusammenfassung ist das Prospekt um eine Wertpapierbeschreibung und das Registrierungsformular zu ergänzen, die bereits vor der Überarbeitung der Prospektverordnung verpflichtender Bestandteil des Prospekts waren (vgl. Dürr und Sickinger, 2019, S. 14ff). Mit der Wertpapierbeschreibung ist der Anleger über „die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Gewinne und Verluste, die Finanzlage und die Aussichten des Emittenten und eines etwaigen Garantiegebers“ (Parlament und Rat, 2017a, Art. 6 Abs. 1 lit. a)) und „die mit den Wertpapieren verbundenen Rechte“ (ebenda, Art. 6 Abs. 1 lit. b)) zu

informieren. Im Registrierungsformular ist der Anleger über „die Gründe für die Emission und ihre Auswirkungen auf den Emittenten“ (ebenda, Art. 6 Abs. 1 lit. c)) zu informieren.

Da das Prospekt aufgrund von Details in der Wertpapierbeschreibung und dem Registrierungsformular sehr umfangreich werden kann (vgl. BaFin, 2020a, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung_node.html) [abgefragt am: 03.07.2020]), kann die Zusammenfassung für den Anleger eine nützliche Quelle für relevante Informationen sein. Der Nutzen als Informationsquelle ist allerdings dadurch eingeschränkt, dass eine Haftung des Prospektherausgebers auf Basis von Angaben in der Zusammenfassung allenfalls bei grobfahrlässig oder vorsätzlich gemachten falschen oder unvollständigen zulässig ist (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Art. 7 Abs. 5 lit. e) und Art. 11 Abs. 2). Die Zusammenfassung sollte deshalb als Einleitung des Prospekts verstanden werden und das Prospekt in Gänze, einschließlich der Wertpapierbeschreibung und dem Registrierungsformular, auf relevante Informationen geprüft und vom Anleger gelesen werden.

Dabei ist die Prüfung des Prospekts für Anleger nur dann möglich, sofern ein Prospekt erstellt wird. Nach der Prospektverordnung ist kein Prospekt zu erstellen, wenn beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren der Gesamtwert von EUR 1 Mio. in den letzten zwölf Monaten nicht überschritten wird (vgl. ebenda, Art. 1 Abs. 3). Ferner besteht für jeden EU Mitgliedstaat die Möglichkeit, die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts durch nationale Regelung abzubedingen, sofern der Gesamtwert des Angebots den Betrag von EUR 8 Mio. innerhalb der letzten 12 Monate nicht überschreitet (vgl. ebenda, Art. 3 Abs. 2 lit. b)). In der Praxis wurde von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht (vgl. Abschnitt 10.4).

In den Fällen, in denen kein Prospekt zu erstellen ist (vgl. Art. 1 Abs. 3) oder Mitgliedstaaten Regelungen zur Abbedingung der Pflicht zur Erstellung des Prospekts erlassen haben (vgl. Art. 3 Abs. 2 lit. b)), kann der nationale Gesetzgeber einen Emittenten zur Veröffentlichung vereinfachter Angaben verpflichten. In Deutschland sind Emittenten z.B. zur Erstellung und Hinterlegung eines Vermögensinformationsblatts (VIB) gem. §§ 13, 14 VermAnlG verpflichtet. Dabei erfolgt durch die zuständige nationale Aufsichtsbehörde eine Kontrolle, ob im VIB die Mindestangaben in vorgeschriebener Reihenfolge abgebildet worden sind (vgl. BaFin, 2020b, [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VIB/vib\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VIB/vib_node.html)

[abgefragt am: 09.07.2020]). Eine inhaltliche Überprüfung der Angaben durch die nationale Aufsichtsbehörde – wie sie etwa beim Prospekt erfolgt – erfolgt indes nicht (vgl. ebenda).

Mit Blick auf die regulatorische Zielsetzung ist es richtig zu sagen, dass die Herausgeber von Prospekten unter den Regelungen der Prospektverordnung dazu verpflichtet sind, die Informationen mit dem Prospekt zur Verfügung zu stellen, die für den Anleger notwendig sind, um eine fundierte Anlageentscheidung treffen zu können (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Art. 6ff). Es ist ebenfalls richtig zu sagen, dass die neu eingeführte Zusammenfassung des Prospekts keine Erleichterung bei der Informationsauswertung für Anleger bringen kann, da eine Haftung für falsche oder unvollständige Angaben in der Zusammenfassung grundsätzlich ausgeschlossen ist (vgl. ebenda, Art. 7 Abs. 5 lit. e) und Art. 11 Abs. 2). Der Anleger ist folglich weiterhin darauf angewiesen, die Informationen aus der Wertpapierbeschreibung und dem Registrierungsformular samt etwaigen Anhängen zu entnehmen. Stattdessen sind mit der überarbeiteten Prospektverordnung Regelungen eingeführt worden, die mit der Befreiung von der Prospektpflicht (vgl. ebenda, Art. 1 Abs. 3 und Art. 3 Abs. 1) oder Erleichterungen bei der Erstellung des Registrierungsformulars (vgl. ebenda, Art. 9), die Herausgeber von Prospekten begünstigen. Dass die überarbeitete Prospektverordnung das Vertrauen von Anlegern in die Wertpapiere stärken soll, ist deshalb schwer nachvollziehbar. Vielmehr könnte sich der Eindruck erhärten, dass der Anlegerschutz als Fokusthema ein Deckmantel war, um mit der Überarbeitung begünstigende Regelungen für die Herausgeber von Prospekten umsetzen zu können und folglich eine Form der Deregulierung bzw. Liberalisierung von regulatorischen Maßnahmen einzuleiten.

### **15.2.2 Verbriefungsverordnung**

Als regulatorisches Ziel für die Verordnung über Verbriefungen ist vom Europäischen Gesetzgeber festgehalten worden, dass die in der (Finanz-)Krise von 2007 begangenen Fehler künftig vermieden werden sollen, indem mittels eines neuen Rechtsrahmens auf die Risiken aus den „hochkomplexen, undurchsichtigen und risikoreichen“ Verbriefungsgeschäften mitigierend hingewirkt werden soll (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Erwägungsgrund 2f).

Zu Zeiten der (Finanz-)Krise von 2007 wurden Darlehen, Risikopositionen (Derivate) oder auch Immobilienkredite zusammengefasst und durch Umwandlung in Verbriefungen zu

handelbaren Wertpapieren gemacht. Auch Verbriefungen wurden zusammengefasst und zu neuen Verbriefungen umgewandelt (sog. Wiederverbriefungen). Durch die Möglichkeit, Finanzprodukte und die inhärenten Risiken zusammenzufassen und durch Umwandlung in Verbriefungen zu handelbaren Wertpapieren zu machen, konnten Finanzdienstleister die eigene Bilanz entlasten und das inhärente Risiko auf die Käufer der Verbriefungen übertragen. Gerade zu Zeiten der (Finanz-)Krise wurde von dieser Möglichkeit auch missbräuchlich Gebrauch gemacht, indem Verbriefungen und Wiederverbriefungen hochkomplex und undurchsichtig ausgestaltet worden sind, um das wahre inhärente Risiko zu verschleiern (vgl. Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 6 und S. 64). Die Leidtragenden im Rahmen der Realisierung von inhärenten Risiken waren die Käufer der Verbriefungen, die mitunter Totalverluste erlitten und zu denen neben professionalen Anlegern auch Kleinanleger gehörten (vgl. ebenda, S. 123).

Mit der Verbriefungsverordnung wurde ein grundsätzliches Verbot von Wiederverbriefungen eingeführt, das für Emissionen ab dem 1. Januar 2019 gilt (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 8). Ebenfalls wurde ein grundsätzliches Verbot betreffend den Verkauf von Verbriefungen an Kleinanleger eingeführt (vgl. ebenda, Art. 3). Zu beiden Verboten gibt es wenige Ausnahme, die an strenge Auflagen geknüpft sind (vgl. ebenda, Art. 3 Abs. 1ff; vgl. ebenda, Art. 8 Abs. 3) und bei Wiederverbriefungen der Zustimmung der zuständigen Aufsichtsbehörde bedürfen (vgl. ebenda, Art. 8 Abs. 2).

Gleichzeitig sind diverse Transparenzanforderungen (vgl. ebenda, Art. 7) und Sorgfaltspflichten, wie die Pflicht zur Einhaltung einheitlicher Risikobewertungsregelungen bei Kreditvergabekriterien (vgl. ebenda, Art. 9), sowie eine Pflicht zum Selbstbehalt von Verbriefungen, eingeführt worden (vgl. ebenda, Art. 6). Während mit den ersten beiden Maßnahmen die Herausgeber von Verbriefungen zur Einhaltung von Qualitätsstandards verpflichtet werden, wird über den Risikobehalt ein Anreiz zu deren Einhaltung geschaffen, indem das wirtschaftliche Risiko nicht vollständig auf die Anleger übertragen werden und damit auch die Verantwortung für die Qualität von Verbriefungen nicht ausgelagert werden kann (vgl. ebenda, Art. 6). Der Selbstbehalt kann deshalb nicht von Unternehmen gehalten werden, die zum alleinigen Zweck der Verbriefung gegründet worden sind oder nur zu diesem Zweck tätig sind (vgl. ebenda, Art. 6 Abs. 1).



Institutionelle Anleger, die bspw. als Banken oder Versicherungen (vgl. ebenda, Art. 2 Nr. 12) quasi das Gegenstück zu den Kleinanlegern (vgl. ebenda, Art. 3 Abs. 1) bilden, dürfen Verbriefungen nur dann erwerben und halten, wenn sie sich im Rahmen der Einhaltung eigener Sorgfaltspflichten von der Qualität der Verbriefungen überzeugt haben (vgl. ebenda, Art. 5 Abs. 1ff). Hierzu haben sich institutionelle Anleger davon zu überzeugen, dass die Herausgeber der Verbriefungen deren Sorgfaltspflichten und die Pflicht zum Risikoselbstbehalt eingehalten haben (vgl. ebenda).

Mit den Regelungen zu den STS -Verbriefungen (vgl. Abschnitt 11.4) ist beabsichtigt worden, komplexen Verbriefungsstrukturen entgegenzuwirken und auf höherwertige Qualität hinzuwirken. Durch Verbriefungsstrukturen, die „simple, transparent and standardised“ sind, soll es den institutionellen Anlegern einfacher gemacht werden, sich davon zu überzeugen, dass die Herausgeber der Verbriefungen die eigenen Sorgfaltspflichten und die Pflicht zum Risikoselbstbehalt eingehalten haben (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Erwägungsgrund 9). Hierzu sollen die erforderlichen Informationen für institutionelle Anleger weitestgehend aufbereitet werden (vgl. ebenda). Ferner sind bestimmte Qualitätsmerkmale einzuhalten und so dürfen bei STS-Verbriefungen bspw. keine notleidenden Risikopositionen verbrieft worden sein (vgl. ebenda, Art. 20 Abs. 11). Im Gegenzug für die Einhaltung der Regelungen zu den STS-Verbriefungen und dem miteinhergehenden Aufwand, können die Verbriefungen als STS-Verbriefungen in ein zentrales Register aufgenommen werden und dürfen als STS-Verbriefungen angeboten werden (vgl. ebenda, Art. 18ff).

Bei vorsätzlich oder fahrlässig erfolgten Verstößen gegen Regelungen aus der Verbriefungsverordnung können die zuständigen Aufsichtsbehörden Sanktionen aussprechen (vgl. ebenda, Art. 32ff). Diese reichen vom Aussprechen von Abhilfemaßnahmen und Bußgeldern bis hin zu strafrechtlichen Sanktionen (vgl. ebenda, Art. 32ff).

Insgesamt hat der Europäische Gesetzgeber mit Erlass der Verbriefungsverordnung eine Vielzahl an regulatorischen Eingriffen in den Verbriefungsmarkt vorgenommen, um die „vor der Finanzkrise von 2008 begangenen Fehler“ zu korrigieren und einen Rahmen zu schaffen, mit dem diese künftig vermieden werden sollen. Die regulatorischen Eingriffe können als stark gewertet werden, da sie mit Verboten eine der strengsten Formen von Regulierung umfassen (vgl. Black, 2013, S. 6f). Ob die Maßnahmen bereits ausreichend sind, um die „begangenen

Fehler“ zu korrigieren und deren Begehung künftig zu verhindern, oder weitere Maßnahmen folgen werden, ist derzeit nicht einschätzbar und bedarf der Beobachtung in der Praxis. Die mit der Verbriefungsverordnung erlassenen regulatorischen Maßnahmen sind aus regulatorischer Sicht zumindest potenziell geeignet, insbesondere mit den Verbotsregelungen, Fehler, die aus der Nichtregulierung vor der (Finanz-)Krise 2008 resultierten, zu korrigieren und deren Begehung künftig zu vermeiden.

### 15.2.3 Crowdfunding

Im Rahmen der Etablierung der Kapitalmarktunion wurde die EU Kommission mit der Vorlage eines Berichts zum Status Quo und der Abgabe einer Empfehlung zur Regulierung des europäischen Crowdfunding-Markts beauftragt (vgl. Kommission, 2015b, Annex 1). Die Kommission veröffentlichte in 2016 ihren Bericht, in dem sie im Ergebnis zusammenfasst, dass der Crowdfunding-Markt klein ist, sich rasant entwickle und das Potenzial zur Veränderung des Finanzsystems habe (vgl. Kommission, 2016a, S. 30f). Die EU Kommission sprach deshalb die Empfehlung aus, den Crowdfunding-Markt nicht auf EU Ebene zu regulieren, damit dieser sich einfluss- und schadensfrei entwickeln könne (vgl. ebenda, S. 31).

Dieser Empfehlung folgt die EU derzeit und der Crowdfunding-Markt wird nicht unmittelbar reguliert. Bestimmte Rechtserlasse der EU üben einen mittelbaren Regulierungseinfluss aus, etwa die Prospektverordnung (vgl. Abschnitt 12.5.4). Dieser mittelbare regulatorische Einfluss kann aufgrund nationaler gesetzgeberischer Besonderheiten in den Mitgliedstaaten unterschiedlich stark ausfallen. In Deutschland hat dies dazu geführt, dass auf dem Crowdfunding-Markt bestimmte Finanzprodukte gehandelt werden, wodurch die Regelungen der Prospektverordnung keine oder kaum Anwendung finden sowie die allgemeine Beaufsichtigung von Crowdfunding-Plattformen durch die Finanzaufsichtsbehörde umgangen wird (vgl. Abschnitte 12.5.1f). Stattdessen erfolgt die Beaufsichtigung durch die lokalen Gewerbeämter (vgl. ebenda). Auf dem Crowdfunding-Markt des Vereinigten Königreichs, der zu Zeiten der EU Mitgliedschaft gewachsen ist, finden die Regelungen aus der Prospektverordnung Anwendung und die Beaufsichtigung der Crowdfunding-Plattformen erfolgt durch die Finanzaufsichtsbehörde (vgl. Abschnitt 12.5). Auch nach dem erklärten Austritt aus der EU hat das Vereinigte Königreich die regulatorischen Rahmenbedingungen mit Stand November 2020 beibehalten (vgl. FCA, 2019,

<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PR/1/2.html?date=2019-09-26> [abgefragt am: 10.07.2020]).

Die Folge aus der regulatorischen Untätigkeit der EU ist eine sehr unterschiedliche Entwicklung, die die Crowdfunding-Märkte der Mitgliedstaaten durchlaufen. Gerade bei den Handelsvolumina, der Art der gehandelten Finanzprodukte sowie dem Verhältnis von gehandelten Eigenkapital- und Fremdkapitalinstrumenten sind Unterschiede erkennbar (vgl. Abschnitt 12.5).

Die aktuelle Situation der Crowdfunding-Märkte im europäischen Binnenraum steht deshalb im Widerspruch zu den grundsätzlichen Harmonisierungsbemühungen der EU auf den innereuropäischen Finanzmärkten (vgl. Parlament, 2020, <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/de/sheet/83/finanzdienstleistungspolitik> [abgefragt am: 14.07.2020]). Gerade die Harmonisierung wäre erforderlich, um die einheitliche Entwicklung, unter Mitigation von Wettbewerbsverzerrungen, durch unterschiedliche Regulation zu fördern. Folglich wäre die unmittelbare Regulierung der Crowdfunding-Märkte auf EU Ebene erforderlich oder eine umfassende Anpassung des europäischen Kapitalmarktrechts, um eine mittelbare Regulierung der Crowdfunding-Märkte herbeizuführen (vgl. Abschnitt 12.5.4).

### **15.3 Ergebnis zur regulatorischen Vereinbarkeit**

Unter einigen im Rahmen dieser Arbeit interviewten Fachexperten hatte das Bild eine gewisse Prominenz, dass die EU FTS regulatorische Maßnahmen umfasst, während mit der KMU Maßnahmen zur Deregulierung bzw. zur Liberalisierung von Märkten umgesetzt werden (vgl. Experte 4, 2020, Anlage 3; vgl. Experte 8, 2020, Anlage 7; vgl. Experte 9, 2020, Anlage 8).

Zur Beantwortung der Frage nach der regulatorischen Vereinbarkeit ist auf die regulatorischen Ziele und Maßnahmen der EU FTS und der KMU ohne die jeweilige Überschrift der „Regulierung“ bei der EU FTS und der „Liberalisierung“ bei der KMU zu schauen. Folglich sind die Inhalte zu betrachten und in Relation zu setzen.

Mit der Umsetzung der EU FTS sollen drei regulatorische Ziele erreicht werden: (1) eine Harmonisierung der Rechtsvorschriften zur indirekten Besteuerung von Finanztransaktionen, (2) dass Finanzinstitute einen Beitrag zu den Kosten der Finanzkrise von 2007 leisten und die gleichen steuerlichen Ausgangsbedingungen geschaffen werden wie sie für andere Wirtschaftszweige bestehen und, (3) dass mit der Steuer ein Hemmnis für Transaktionen geschaffen wird (vgl. Kommission, 2013a, S. 2).

Zur Erreichung der regulatorischen Ziele hat die EU in den Richtlinienvorschlag Regelungen aufgenommen, die von den steuereinführenden Mitgliedstaaten mit der Verabschiedung der Richtlinie in bindendes Recht auf nationaler Mitgliedstaatenebene umzusetzen sind (vgl. Abschnitt 7.1). Auf nationaler Mitgliedstaatenebene sind aktuell unterschiedliche Besteuerungsregime anzutreffen, bei denen mit der Umsetzung der EU FTS ein Harmonisierungseffekt einsetzen würde (vgl. Abschnitt 6.2). Mit der Ausgestaltung der Maßnahmen ist beabsichtigt, dass nahezu sämtliche Finanztransaktionen und Finanzakteure als besteuerte Finanzinstitute der EU FTS unterliegen, ohne die Möglichkeit der Steuervermeidung oder -flucht (vgl. Abschnitt 5.2). Hierdurch soll die Möglichkeit geschaffen werden, die Angleichung an die Steuersituation in anderen Wirtschaftszweigen zu erreichen (vgl. Abschnitt 6.3.2). Beinahe als Nebeneffekt wird damit die Basis für das dritte Ziel geschaffen, dass die EU FTS ein Hemmnis bei der Durchführung von Transaktionen sein kann (vgl. Abschnitt 6.4). Der Hemmniseffekt kann insbesondere dadurch verstärkt werden, dass die Steuer in der Ausgestaltung entsprechend des Richtlinienvorschlags über das Maß einer Lenkungssteuer hinausgeht, wie sie von Keynes (vgl. 1936, S. 138ff) und Tobin (vgl. 1978, S. 153ff) in ihren Ansätzen vorgestellt worden sind, indem nahezu alle Finanztransaktionen und nahezu alle Finanzakteure besteuert werden (vgl. Abschnitt 4; vgl. Kommission, 2014, S 9).

Im Rahmen der Analyse der KMU sind 3 Themen und deren regulatorische Ziele analysiert worden, (1) die Prospektverordnung (vgl. Abschnitt 10.4), (2) die Verbriefungsverordnung (vgl. Abschnitt 11.6) und der (3) Crowdfunding-Markt (vgl. Abschnitt 12.5). Als regulatorisches Ziel wurde bei der Prospektverordnung identifiziert, dass sichergestellt sein soll, dass Anleger alle Informationen mit dem Prospekt zur Verfügung gestellt bekommen, die für das Treffen einer fundierten Anlageentscheidung notwendig sind (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Erwägungsgrund 7).

Hierzu ist mit der Prospektverordnung eingeführt worden, dass neben den bisherigen Bestandteilen, der Wertpapierbeschreibung und dem Registrierungsformular, das Prospekt um eine Zusammenfassung zu ergänzen ist (vgl. Parlament und Rat, 2017a, Art. 7). In die Zusammenfassung sind die Inhalte aus der Wertpapierbeschreibung und dem Registrierungsformular kurz und prägnant aufzunehmen (vgl. ebenda). Eingeschränkt ist der Nutzen der Zusammenfassung dadurch, dass der Herausgeber des Prospekts für falsche oder unvollständige Angaben nur im Falle von grober Fahrlässigkeit oder Vorsatz haftet (vgl. ebenda, Art. 7 Abs. 5 lit. e) und Art. 11 Abs. 2). Anleger sollten folglich bei Interesse weiterhin die Informationen aus der Wertpapierbeschreibung und dem Registrierungsformular samt etwaigen Anhängen auswerten. Für die Herausgeber von Prospekten sind mit der Prospektverordnung Erleichterungen eingeführt oder deren Fortbestand ist erneuert worden. So sind bei Angeboten von Wertpapieren, deren Gesamtwert innerhalb von zwölf Monaten EUR 1 Mio. nicht überschreitet, keine Prospekte zu erstellen. Für Angebote von Wertpapieren, deren Gesamtwert innerhalb von zwölf Monaten nicht EUR 8 Mio. überschreitet, kann jeder Mitgliedstaat Regelungen erlassen, die von der Pflicht zur Erstellung eines Prospekts befreien (vgl. ebenda, Art. 3 Abs. 2 lit. b)). Ferner sind mit dem Sekundärmarkt Prospekt (vgl. ebenda, Art. 14) und dem EU-Wachstumsprospekt (vgl. ebenda, Art. 15) vereinfachte Formen des Wertpapierprospekts mit geringen inhaltlichen Anforderungen eingeführt worden (vgl. Abschnitt 10.2.2). Im Ergebnis handelt es sich bei den Maßnahmen aus der Prospektverordnung nicht um Regulierungsmaßnahmen zum Anlegerschutz, sondern viel mehr um Maßnahmen, die deregulierend wirken, indem regulatorische Hürden abgebaut werden und die Herausgeber von Prospekten begünstigen (vgl. Abschnitt 15.2.1).

In der Verbriefungsverordnung wurde als regulatorisches Ziel kommuniziert, dass mittels der Schaffung eines Rechtsrahmens für Verbriefungen die in der Finanzkrise von 2007 begangenen Fehler korrigiert und künftig vermieden werden sollen sowie auf die Risiken der „hochkomplexen, undurchsichtigen und risikoreichen“ Verbriefungsgeschäfte mitigierend hingewirkt werden soll (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Erwägungsgrund 2f).

Als „hochkomplex, undurchsichtig und risikoreich“ wurden insbesondere die sog. Wiederverbriefungen identifiziert (vgl. Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 38ff). Bei Wiederverbriefungen werden Verbriefungen zusammengefasst und in neue Verbriefungen

umgewandelt. Durch diese Wiederverbriefungsketten können Strukturen entstehen, die mit Blick auf die ursprünglich verbrieften Werte bzw. Risikopositionen schwer zu durchzuschauen und potenziell dazu geeignet sind, das wahre inhärente Risiko zu verschleiern. Diese Methode der Wiederverbriefungsketten wurde deshalb teilweise vorsätzlich genutzt (vgl. Abschnitt 11.1). Aufgrund der Verschleierung des tatsächlichen Risikos ließen sich interessierte Anleger finden, auf die mit Erwerb der Verbriefungen das Risiko übertragen wurde. Sowohl institutionelle Anleger als auch Kleinanleger wurden teilweise getäuscht. Sie erlitten bei Realisierung von Risiken teilweise schwere finanzielle Einbußen bis hin zum Totalverlust (vgl. Financial Crisis Inquiry Commission, 2011, S. 6ff und 64ff). Um diese „Fehler“ künftig zu vermeiden, sind mit der Verbriefungsverordnung von der EU regulatorische Maßnahmen erlassen worden, die potenziell geeignet sind, eine derartige Wiederholung mindestens zu erschweren. Zum einen sind für Anbieter von Verbriefungen Offenlegungspflichten eingeführt worden, mit denen Transparenz in Bezug auf die angebotenen Verbriefungen und Risiken zu schaffen ist (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 7). Zum anderen sind Institutionellen Anlegern Sorgfaltspflichten auferlegt worden, um sich von der Qualität der Verbriefungen vor Erwerb und während des Haltens zu überzeugen (vgl. ebenda, Art. 5). Regulatorisch strengere Eingriffe wurden mit dem Verbot des Verkaufs von Verbriefungen an Kleinanleger (vgl. ebenda, Art. 3) und dem Verbot von Wiederverbriefungen (vgl. ebenda, Art. 8) eingeführt, das für Emissionen ab dem 1. Januar 2019 gilt (vgl. ebenda, Art. 8). Von diesen Verboten kann unter wenigen Ausnahmen abgewichen werden, wenn Auflagen erfüllt sind und im Falle der Wiederverbriefungen die zuständige Aufsichtsbehörde zugestimmt hat (vgl. ebenda, Art. 3 Abs. 1ff und Art. 8 Abs. 2). Mit den Offenlegungs- und Sorgfaltspflichten sowie insbesondere mit den Verboten ist ein regulatorisches Aufsichtsregime umgesetzt worden, das im regulatorischen Kontrast zu den etwaigen Liberalisierungsabsichten der KMU steht.

Mit Blick auf die Regulierung des Crowdfunding-Markts wurde die Kommission mit der Vorlage eines Berichts und einer Empfehlung zur Regulierung beauftragt (vgl. Kommission, 2015b, Annex 1). In dem Bericht empfiehlt die Kommission, dass die EU den Crowdfunding-Markt nicht regulieren sollte, um ein einfluss- und schadensfreies Wachstum zu ermöglichen (vgl. Kommission, 2016a, S. 31). Dieser Empfehlung ist die EU bislang gefolgt. Insofern ist der Verzicht auf eine unmittelbare Regulierung auf EU Ebene in sich eine Maßnahme, die als regulatorisch liberal gewertet werden kann.

Im Ergebnis sind damit zwei der drei Themen zur Kapitalmarktunion unter der prominenten Überschrift der Liberalisierung der Kapitalmärkte subsumierbar. Mit Blick auf die Regulierungsmaßnahmen, die mit der Verbriefungsverordnung eingeführt worden sind, sind strenge Regulierungsvorgaben gemacht worden. In der Verordnung wird – vergleichbar zur EU FTS – ein unmittelbarer inhaltlicher Bezug auf die (Finanz-)Krise von 2007 genommen, indem mittels Regulierung damals gemachte Fehler künftig vermieden werden sollen (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Erwägungsgrund 2). Hierzu hat der europäische Gesetzgeber u.a. Verbote erlassen, die als eine starke Form der direkten Regulierung gewertet werden können (vgl. Black, 2013, S. 21f). Im direkten Vergleich kann die indirekte Regulierung durch Besteuerung mittels der EU FTS als ein milderer regulatorischer Eingriff gewertet werden. Da Ziele und Maßnahmen der Kapitalmarktunion folglich sehr wohl regulatorische Eingriffe umfassen, die sogar strenger als die der EU FTS sein können, kann nicht argumentiert werden, weshalb die EU FTS und die KMU auf regulatorischer Ebene nicht miteinander vereinbar sein sollten. Aus Gründen der Außenwirkung könnte es allerdings für die EU sinnvoll sein, die EU FTS als eigenständiges Projekt stehen zu lassen, und nicht etwa als Maßnahme der KMU oder als regulatorisch vereinbar zu vermarkten, so dass die KMU in der Außenwelt weiterhin als regulatorisches Liberalisierungsprojekt der Märkte wahrgenommen werden kann.

## **16 Rechtliche Vereinbarkeit**

---

### **16.1 Zusammenfassung der rechtlichen Erkenntnisse zur EU FTS**

Im Rahmen der Zusammenfassung der rechtlichen Erkenntnisse zur FTS erfolgt die inhaltliche Thematisierung von in der Arbeit herausgearbeiteten Grenzen und möglichen Problemen, die aufgrund der Einführung der EU FTS in Verstärkter Zusammenarbeit auf Basis des aktuellen Richtlinienentwurfs auftreten könnten (vgl. Abschnitt 3 und 7).

#### **16.1.1 Rechtmäßigkeit der Verstärkten Zusammenarbeit**

Der Erlass oder die Anpassung von Steuergesetzen ist grundsätzlich eine Angelegenheit eines jeden Mitgliedstaats der EU auf nationaler Hoheitsebene (vgl. Mayer und Heidfeld, 2011, S. 374). Zur Harmonisierung von Steuergesetzen können die Mitgliedstaaten entscheiden, gemeinsam auf EU Ebene handeln zu wollen. Bei einer solchen Entscheidung zur Einführung

oder Anpassung von Steuergesetzen auf EU Ebene ist die Einstimmigkeit aller 27 Mitgliedstaaten im Abstimmungsverfahren erforderlich. Mit dem Einstimmigkeitserfordernis soll sichergestellt sein, dass der Regelung, dass der Erlass oder die Anpassung von Steuergesetzen grundsätzlich eine Angelegenheit auf nationaler Hoheitsebene ist, angemessen Rechnung getragen wird (vgl. Classen, 2015, Art. 114 Rn. 9, 92 und 96ff).

Im Hinblick auf die Einführung der EU FTS zeichnete sich ab, dass die Unterstützung aller Mitgliedstaaten zur Einführung der EU FTS nicht erreicht werden würde (vgl. Siegle-Hartwig, 2013, S. 441). Insgesamt befürwortet eine Minderheit von elf der 27 Mitgliedstaaten der EU die Einführung der EU FTS (vgl. Abschnitt 6.2). Zur Umsetzung des Richtlinienvorschlags zur Einführung der EU FTS kooperiert diese Minderheit von elf der 27 Mitgliedstaaten der EU in „Verstärkter Zusammenarbeit“. Das Rechtsinstrument der Verstärkten Zusammenarbeit wurde geschaffen, um einer Minderheit, bestehend aus mind. 1/3 der Mitgliedstaaten, eine Möglichkeit zu geben, „die ... angestrebten Ziele [zu realisieren, wenn diese] von der Union in ihrer Gesamtheit nicht innerhalb eines vertretbaren Zeitraums verwirklicht werden können [...]“ (Art. 20 Abs. 2 EUV).

Die in Verstärkter Zusammenarbeit handelnden Mitgliedstaaten haben dabei 5 materiell-rechtliche Bedingungen zu achten: (1) Es bedarf der gesetzgeberischen Ermächtigung der EU zur Erreichung des angestrebten Ziels. Diese Ermächtigung liegt im Falle der Harmonisierungsbemühungen von Steuergesetzen unter Einhaltung des Einstimmigkeitserfordernisses vor (vgl. Art. 115 AEUV). (2) Es darf kein gesetzgeberisches Vorhaben sein, das für das Funktionieren des Binnenmarkts erforderliche Wettbewerbsregeln beinhaltet. Gemäß der Rechtsprechung fallen ausschließlich gesetzgeberische Vorhaben nach den Art. 101 bis 109 AEUV in den Anwendungsbereich dieser Vorgabe (vgl. EuGH, 1985, Rn. 9ff), folglich die EU FTS auf Basis der Einführung unter Art. 113 AEUV gerade nicht (vgl. Abschnitt 7.1.1). (3) Die Verstärkte Zusammenarbeit hat die Verträge und das Recht der EU zu achten. Diese Bedingung hat ausschließlich deklaratorische Wirkung, da die normative Wirkung bereits aus dem Primärrecht wirksam abgeleitet wird (vgl. Fischer-Lescano und Kommer, 2011, S. 10). (4) Der in Verstärkter Zusammenarbeit erlassene Rechtsakt muss in Vereinbarkeit mit europäischem Sekundärrecht stehen. Normalerweise würde im Streitfall das neuere Gesetz die Regelungen des alten Gesetzes überschreiben. Im Falle der Verstärkten Zusammenarbeit wäre das Ergebnis untragbar, da ein von einer



Minderheit verabschiedetes Gesetz ggf. ein in Mehrheit oder gar Einstimmigkeit verabschiedetes Gesetz überschreibt. (5) Die Verstärkte Zusammenarbeit darf „weder den Binnenmarkt noch den wirtschaftlichen, sozialen und territorialen Zusammenhalt beeinträchtigen“ oder „für den Handel zwischen den Mitgliedstaaten weder ein Hindernis noch eine Diskriminierung darstellen noch darf sie zu Verzerrungen des Wettbewerbs zwischen den Mitgliedstaaten führen.“ (Art. 326 Satz 2 und Satz 3). In der Rechtsprechung des EuGHs kann die Tendenz erkannt werden, dass gerade in Steuerangelegenheiten, wenn etwa Mitgliedstaaten unterschiedliche Steuerausgestaltungen auf nationaler Ebene eingeführt haben, eine Diskriminierung oder Verzerrung des Wettbewerbs zwischen den Mitgliedstaaten erkannt wird (vgl. EuGH, 2005, Rn. 34ff). Deshalb wird die Verwendung des Rechtsinstruments der Verstärkten Zusammenarbeit, weil dessen Verwendung zur Einführung der EU FTS in einer vergleichbaren Situation wie zu der vom EuGH entschiedenen Diskriminierung oder Verzerrung des Wettbewerbs resultiert, für unzulässig erachtet (vgl. Abschnitt 3.2 i.V.m. Abschnitt 7). Um Rechtssicherheit bei der Legalität der EU FTS zu erreichen, könnte es deshalb erforderlich sein, dass der EuGH eine 180-Grad-Kehrtwende von seiner bisherigen Rechtsprechung vornimmt oder die EU FTS, unter Hinweis auf das Einstimmigkeitserfordernis, im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren in Kooperation durch alle 27 Mitgliedstaaten eingeführt wird (vgl. ebenda).

### **16.1.2 Rechtmäßigkeit verschiedener Steuerausgestaltungsmerkmale mit Primärrecht**

Eine der Anforderungen aus dem EU-Recht, und mit deklaratorischer Wirkung in den Regelungen zur Verstärkten Zusammenarbeit festgehalten (vgl. Art. 20 EUV und Art. 326ff AEUV), ist, dass „die Verträge und das Recht der EU [zu achten sind].“ (Art. 326 Satz 1 AEUV).

Der Begriff der Verträge verweist inhaltlich auf das Europäische Primärrecht, das aus den Verträgen zur EU<sup>103</sup> abgeleitet wird und die grundlegenden Regelungen über die Funktionsweise der EU beinhaltet. Vom Charakter her sind die Verträge mit einer Verfassung vergleichbar, auch wenn dieser Begriff in den Verträgen und der Rechtslehre bewusst

---

<sup>103</sup> Gemeint ist der Vertrag von Lissabon, der als Weiterentwicklung bisheriger Verträge u.a. mit dem EUV und dem AEUV eine Art verfassungsrechtliche Grundlage der EU und deren Arbeitsweise normiert.

vermieden wird (vgl. Colneric, 2009, : [http://hwb-eup2009.mpipriv.de/index.php/Europ%C3%A4ische Verfassung](http://hwb-eup2009.mpipriv.de/index.php/Europ%C3%A4ische_Verfassung) [abgefragt am: 15.07.2020]).

#### 16.1.2.1 Devisengeschäft

Im Jahr 2010 hielt die Kommission in einem *working document* fest, dass die Einführung der EU FTS in einer Diskriminierung derjenigen Staaten resultieren könnte, die nicht Teil des Eurowährungsraums sind, weil ein Währungstausch gesondert besteuert werden würde (vgl. Kommission, 2010, S. 25f). Die Kommission führte aus, „dass es unwahrscheinlich ist, dass ein ausreichender Rechtfertigungsgrund im Sinne des Europäischen Primärrechts gefunden werden kann“<sup>104</sup> (ebenda, S. 26).

Bei einer solchen Diskriminierung handelt es sich nach Ansicht der Literatur um eine sog. indirekte Diskriminierung, die nicht direkt wegen der Nationalität eines Mitgliedstaats oder einer etwaigen Entscheidung zur oder gegen die Einführung der Steuer resultiert. Die Diskriminierung erfolgt indirekt, weil der Mitgliedstaat nicht Teil des Euro-Währungsraums ist (vgl. Mayer und Heidfeld, 2011, S. 378).

Der EuGH erlaubt die nach Primärrecht unzulässige Diskriminierung, sofern es sich dabei um eine indirekte Diskriminierung handelt, die aufgrund eines übergeordneten Interesses gerechtfertigt ist (vgl. EUGH, 2003, Rn. 21ff). Mit Blick auf ein rechtfertigendes übergeordnetes Interesse könnte argumentiert werden, dass die indirekte Diskriminierung zur Erreichung der Ziele (vgl. Kommission, 2013, S. 2) der (1) Harmonisierung der Rechtsvorschriften, (2) Beitragsleistung zur Deckung von Krisenkosten und der Schaffung der gleichen steuerlichen Ausgangsbedingungen wie in anderen Wirtschaftszweigen und (3) zur Schaffung eines Transaktionshemmnisses mit der Steuer als erforderlich anerkannt werden sollte.

Im Fall der Überprüfung der Rechtfertigungsgründe im Klagefalle durch den EuGH und der Entscheidung, dass die indirekte Diskriminierung nicht gerechtfertigt sei, könnten bestimmte Währungstauschgeschäfte von der Besteuerung ausgenommen werden. Hierdurch würde die

---

<sup>104</sup> Übersetzung des Zitats durch den Autor. Original: „It is unlikely that, for this restriction, a justification sufficient for the purposes of the Treaty could be found.“

indirekte Diskriminierung faktisch abgestellt und die Vereinbarkeit mit dem europäischen Primärrecht in jedem Fall hergestellt (vgl. Abschnitt 7.1.3.1).

#### 16.1.2.2 Steuersätze

Entsprechend des aktuellen Stands des Richtlinienentwurfs zur Einführung der EU FTS wird den steuereinführenden Mitgliedstaaten die Möglichkeit eingeräumt, die Steuersätze für derivative und nicht-derivative Finanztransaktionen die Höhe des Steuersatzes über ein Mindestmaß hinaus frei zu bestimmen (vgl. Kommission, 2013a, Art 9).

Aufgrund der inhaltlich weitreichend ausgestalteten Besteuerungsregelungen können bestimmte Fallkonstellationen geschaffen werden, in denen die Besteuerung auf Basis einer Fiktion im rechtlichen Sinne erfolgt. Eine solche Fiktion wird bspw. geschaffen, indem ein schwedisches Finanzinstitut – weil Schweden aktuell ein nicht EU FTS einführender Mitgliedstaat ist – als in Deutschland oder Frankreich als ansässig gilt und deshalb der Steuerpflicht des jeweiligen Staates unterworfen wird (vgl. Abschnitt 7.1.3.2). Da Deutschland oder Frankreich die Möglichkeit haben, die Höhe der Steuersätze grundsätzlich frei zu bestimmen, kann sich deshalb das im Beispiel schwedische Finanzinstitut einer Form der Willkür und direkten Diskriminierung ausgesetzt sehen, die aus der Höhe des frei gewählten Besteuerungssatzes resultiert: schließlich könnte Deutschland gewählt haben, Finanztransaktionen mit einem höheren Steuersatz zu besteuern als es Frankreich tut. Dieser Form der Willkür und direkten Diskriminierung aufgrund unterschiedlicher Steuersätze sind potenziell sämtliche Finanzinstitute von nicht EU FTS einführenden Mitgliedstaaten der EU ausgesetzt (vgl. ebenda).

Eine Rechtfertigung unter Berücksichtigung des Primärrechts und korrelierender Rechtsprechung ist für diese Form der Willkür und direkten Diskriminierung nicht möglich (vgl. EuGH, 2003b, Rn. 21ff). Deshalb sollte Art. 9 des Richtlinienvorschlags (vgl. Kommission, 2013a) in der aktuellen Form gestrichen werden und ein einheitlicher und verbindlicher Steuersatz für alle EU FTS einführenden Mitgliedstaaten vorgegeben werden (vgl. Abschnitt 7.1.3.2).

### 16.1.2.3 Doppelbesteuerung

Aktuell beabsichtigen elf von 27 Mitgliedstaaten die Europäische Finanztransaktionssteuer einzuführen (vgl. Abschnitt 6.2). Von den verbliebenen 16 Mitgliedstaaten, die die EU FTS nicht einzuführen beabsichtigen, haben sechs Mitgliedstaaten nationale Finanztransaktionssteuern eingeführt (vgl. ebenda).

Aufgrund des Anwendungsrahmens der EU FTS und nationaler FTS kann es zu Überschneidung von Anwendungsregelungen kommen, die in einer Doppelbesteuerung von Transaktionen resultieren. Der Juristische Dienst der EU informierte diesbezüglich, dass dadurch Finanzinstitute in Mitgliedstaaten, die die EU FTS nicht einführen, und in Drittländern außerhalb der EU höheren Kosten ausgesetzt sein können, als die Finanzinstitute, die tatsächlich in einem EU FTS einführenden Mitgliedstaat ansässig sind (vgl. Juristischer Dienst der EU, 2013, Rn. 30).

Für die Mitgliedstaaten innerhalb der EU stellt eine Doppelbesteuerung eine unerlaubte direkte Diskriminierung unter europäischem Primärrecht dar (vgl. Art 63ff und 326 AEUV), für den der Juristische Dienst der EU keinen Lösungsansatz zur Verfügung stellt (vgl. Juristischer Dienst der EU, 2013, Rn. Rn. 38). Tatsächlich sind denkbare Lösungsansätze in der Praxis impraktikabel: (1) Die Richtlinie zur Einführung der EU FTS könnte dahingehend abgeändert werden, dass im Falle einer Doppelbesteuerung keine EU FTS erhoben wird oder (2) es könnte der Abschluss von sog. Doppelbesteuerungsabkommen mit den nicht an der EU FTS teilnehmenden Mitgliedstaaten angestrebt werden. Im Falle der (1) Abänderung der Richtlinie haben die nicht EU FTS einführenden Mitgliedstaaten die Möglichkeit, für sie und ihre Wirtschaft vorteilhafte nationale FTS einzuführen. Dieses Recht zur Einführung von nationalen Steuern kann den Mitgliedstaaten nicht genommen werden (vgl. Classen, 2015, Art. 114 Rn. 9, 92 und 96ff). Damit befänden sich die Mitgliedstaaten mit EU FTS durch die Nichtanwendbarkeit der EU FTS in einer unvorteilhaften Wettbewerbssituation und eine Verlagerung von Finanztransaktionen in die Hoheitsgebiete mit vorteilhaften nationalen FTS wäre im Rahmen von Steuervermeidungsmaßnahmen zu erwarten. Der (2) Abschluss von Doppelbesteuerungsabkommen bedarf des Willens von beiden Seiten: damit sowohl des Willens der EU FTS einführenden Seite und der Seite der nicht EU FTS einführenden Seite mit nationaler FTS. Wenn die Seite, die die EU FTS nicht einführen möchte, keinen Willen zum

Abschluss eines Doppelbesteuerungsabkommens hat, bliebe inhaltlich nur der Rückgriff auf Lösungsansatz (1) (vgl. Abschnitt 7.1.3.3).

In einer Arbeitsunterlage zur EU FTS führt die Kommission aus (2013d, S. 5), dass „nicht alle Fälle von Doppelbesteuerung in der EU-27 vermeiden [werden können]“ oder „aber gegenüber dem Ausgangsszenario .. dieses System dennoch eine deutliche Verbesserung darstellen [wird]“. Argumentativ ist diese Ausführung unter einer etwaigen Rechtfertigungsabsicht kaum nachvollziehbar, faktisch allerdings unerheblich, da es sich bei einer Doppelbesteuerung um eine direkte Diskriminierung der nicht EU FTS einführenden Mitgliedstaaten handeln würde, die nicht gerechtfertigt werden kann (vgl. EuGH, 2003b, Rn. 21ff).

Nach derzeitigem Kenntnisstand steht die Einführung der EU FTS aufgrund der Doppelbesteuerungsthematik damit vor einem Problem, für das eine praktikable Lösung nicht ersichtlich ist.

### **16.1.3 Rechtmäßigkeit der EU FTS unter Berücksichtigung von etabliertem EU-Sekundärrecht**

Auf Basis von Regelungen des Primärrechts sind der EU gesetzgeberische Kompetenzen eingeräumt worden (vgl. Art. 288 AEUV). Die im Rahmen der gesetzgeberischen Kompetenzen erlassenen Rechtsakte in Form von Verordnungen, Richtlinien, Beschlüssen, Empfehlungen und Stellungnahmen bilden in Summe das Europäische Sekundärrecht.

Aufgrund der Einführung der EU FTS in Verstärkter Zusammenarbeit gilt eine Durchbrechung der sonst geltenden *lex posterior derogat legi priori* Regel (vgl. Blanke, 2015, Art. 326 Rn. 3). Unter dieser Regel gilt der Grundsatz, dass im Zweifel oder Widerspruch das jüngere Recht das ältere Recht überschreibt. Da die EU FTS unter Verstärkter Zusammenarbeit von einer Minderheit eingeführt wird, wäre es fatal, wenn unter der *lex posterior derogat legi priori* Regel bereits bestehendes Sekundärrecht überschrieben würde, dass in Mehrheit oder gar Einstimmigkeit von den Mitgliedstaaten der EU verabschiedet worden ist.

Experten in den Wissenschaften und der Praxis haben die Richtlinie 2008/7/EG „betreffend die indirekten Steuern auf die Ansammlung von Kapital“ sowie die Richtlinie 2006/112/EG „über das gemeinsame Mehrwertsteuersystem“ als relevant im Zusammenhang mit der EU FTS identifiziert und deren Vereinbarkeit mit dem Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS diskutiert.

#### 16.1.3.1 Richtlinie 2008/7/EG

Mit Erlass von Richtlinie 2008/7/EG sind Regelungen im Hinblick auf Harmonisierungsbemühungen von indirekten Steuern im europäischen Binnenraum erlassen worden. Da die EU FTS sowohl in den Wissenschaften als auch im Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS als eine indirekte Steuer klassifiziert wird (vgl. Abschnitt 7.1.4.1), könnte die Anwendung der Richtlinie 2008/7/EG einschlägig sein.

In der Richtlinie 2008/7/EG sind unter Art. 5 Vorgänge aufgelistet, bei denen keine indirekten Steuern zu erheben sind. Dies sind gem. Art. 5 Abs. 2 Vorgänge betreffend „die Ausfertigung, die Ausgabe, die Börsenzulassung, das Inverkehrbringen oder den Handel mit Aktien, Anteilen oder anderen Wertpapieren ... einschließlich Renten“ (Rat, 2008). Diese sind folglich frei von indirekter Besteuerung zu halten. Eine Ausnahme von dieser Regelung enthält Art. 6 Abs. 1 als Exkulpationsklausel, wonach „pauschal oder nicht pauschal .. Steuern auf die Übertragung von Wertpapieren“ erhoben werden können (ebenda).

Im deutschsprachigen Raum ist eine Diskussion über die Reichweite der Exkulpationsklausel angestoßen worden, die aus einer Anpassung der Wortwahl resultiert. In der Richtlinie 69/335/EWG aus dem Jahre 1969 (Rat, 1969, Art. 12 Abs. 1), hieß es, dass „pauschal oder nicht pauschal .. Börsenumsatzsteuern“ erhoben werden können. In der nunmehr gültigen Nachfolgefassung der Richtlinie 2008/7/EG ist der Begriff auf „Übertragung von Wertpapieren“ angepasst worden (Rat, 2008, Art. 6 Abs. 1). Die Diskussion über diese wortnahe Auslegung verliert an Relevanz, wenn auf die Rechtsprechung des EuGHs Bezug genommen wird, wonach Rechtserlasse „nach dem wirklichen Willen ihres Urhebers und dem von diesem verfolgten Zweck namentlich im Licht ihrer Fassung in allen .. Sprachen auszulegen“ (EuGH, 1969, Entscheidungsgrund 3) sind. In der englischen Version der Richtlinie 69/335/EWG und Richtlinie 2008/7/EG wird in der der Exkulpationsklausel der Begriff der *transfer taxes* verwendet. In der französischen Version jeweils der Begriff der *taxes sur la*

*transmission des valeurs mobilières, perçues forfaitairement ou non* (vgl. Abschnitt 7.1.4.1). Unter Berücksichtigung der anderssprachigen Versionen und der dort zu findenden Gleichheit des Wortlautes ist die wortnahe Auslegung von Teilen der deutschen Wissenschaften im Ergebnis fehlgeleitet. Deshalb sind keine stichhaltigen Argumente bekannt, die einer Vereinbarkeit mit Richtlinie 2008/7/EG als Teil des europäischen Sekundärrechts vorgebracht werden könnten (vgl. ebenda).

#### 16.1.3.2 Vereinbarkeit mit Richtlinie 2006/112/EG

In der wissenschaftlichen Literatur konnte eine Stimme gefunden werden, die Bedenken zur Vereinbarkeit der EU FTS und der Richtlinie 2006/112/EG „über das gemeinsame Mehrwertsteuersystem“ äußert (vgl. Sester, 2012, S. 529ff).

In Richtlinie 2006/112/EG ist die Verpflichtung der Mitgliedstaaten enthalten, bestimmte Transaktionen von der (Mehrwert-)Steuer zu befreien. Hierzu gehört u.a. Versicherungs- und Rückversicherungsumsätze und Umsätze betreffend die Vermittlung von Aktien, Anteilen an Gesellschaften, Schuldverschreibungen oder sonstigen Wertpapieren (vgl. Rat, 2006, Art. 135). Diese Verpflichtung aus der Richtlinie 2006/112/EG, dass die vorgenannten Umsätze frei von Mehrwertsteuer zu halten sind, und die Absicht, eben diese steuerfrei zu haltenden Umsätze unter dem Begriff der Transaktionen mit der EU FTS zu besteuern, seien deshalb unvereinbar (vgl. Sester, 2012, S. 529).

Mit der Richtlinie 2006/112/EG wurde beabsichtigt, die „Harmonisierung der Rechtsvorschriften über die Umsatzsteuern im Wege eines Mehrwertsteuersystems [vorzunehmen]“ (Rat, 2006, Erwägungsgrund 4). Folglich betreffen die Regelungen der Richtlinie die Mehrwert- bzw. Umsatzsteuern der Mitgliedstaaten der EU. Mehrwert- bzw. Umsatzsteuern werden bei konsumierbaren Gütern oder Dienstleistungen aufgeschlagen und werden vom Endkonsumenten getragen (vgl. Friedrich-Vache, 2006, S. 208). Bei der EU FTS wird die Steuer gerade nicht auf das konsumierbare Gut oder die Dienstleistung aufgeschlagen und vom den Konsumenten getragen. Auch die Argumentation über die gehandelten und besteuerten Finanzgüter resultiert in einem eindeutigen Ergebnis, das als fehlgeleitet gewertet werden sollte (vgl. Abschnitt 7.1.4.2).

Deshalb sind mit Blick auf Richtlinie 2006/112/EG keine stichhaltigen Argumente bekannt oder (neu) eruiert worden, die einer Vereinbarkeit mit dem Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS entgegenstehen würden (vgl. ebenda).

#### **16.1.4 Rechtmäßigkeit und Aspekte der EU FTS unter Berücksichtigung von Internationalem Recht**

Wohl auch um Steuerflucht und Nachteile im Rahmen eines regulatorischen Wettbewerbs vermeiden zu können, ist ein sehr weiter Anwendungsbereich der EU FTS gewählt worden (vgl. Abschnitt 4 i.V.m. 6). Unter dem sehr weiten Anwendungsbereich sollen nicht nur Finanzinstitute von EU FTS einführenden und nicht einführenden Mitgliedstaaten der EU zur Abfuhr der Steuer verpflichtet werden, sondern auch Finanzinstitute aus Drittstaaten außerhalb des Europäischen Binnenraumes (vgl. Abschnitt 4.1.2).

Die Steuererhebung im Territorium eines fremden Staates ist dabei stets eine grenzüberschreitende Ausübung von hoheitlicher Gewalt. Auf Basis von Gerichtsurteilen und Forschung sind für die Ausübung von hoheitlicher Gewalt im Steuerrecht bestimmte Grundregeln herausgearbeitet worden (vgl. Abschnitt 7.2.1). Diese Regeln haben als Teil des Internationalen Rechts ihre Gültigkeit damit sowohl für die Steuererhebung im EU Binnenraum als auch außerhalb. Entsprechend dieser Grundregeln ist die Ausübung jedweder, hoheitlicher Gewalt, und die Steuererhebung ist stets ein Akt hoheitlicher Gewalt, im Territorium eines anderen Staates nicht erlaubt und kann auch gar nicht außerhalb seiner eigenen Grenzen ausgeübt werden (vgl. StIGH, 1927, Rn. 45). Zulässig ist die Ausübung hoheitlicher Gewalt stets im eigenem Territorium, auch wenn der Sachverhalt sich außerhalb der eigenen territorialen Grenzen ereignet, wodurch sich die Gesetze und die rechtssprechende Gewalt auch auf Personen, Eigentum und Handlungen außerhalb des Territoriums erstrecken kann (vgl. ebenda, Rn. 46).

Auf Basis von Steuerausgestaltungsmerkmalen der EU FTS wird von dieser Möglichkeit der Erstreckung auf Sachverhalte außerhalb des eigenen Territoriums Gebrauch gemacht, indem teilweise die Fiktion der Ansässigkeit von Finanzinstituten im Hoheitsgebiet des steuererhebenden Staates geschaffen wird (vgl. Abschnitt 7). Mit Blick auf die Steuerausgestaltungsmerkmale der EU FTS kann folglich ein grundsätzliches Potenzial zum Ausnutzen der Grundsatzentscheidung des StIGH identifiziert werden. Um der Ausnutzung



entgegenzuwirken hat der StIGH die Grundsatzentscheidung über die Jahre inhaltlich weiterentwickelt und es bedarf einer „genuine connection“, wenn sich die hoheitliche Gewalt in fremdes Territorium erstrecken soll (vgl. IGH, 1955, S. 23).

In der Steuerrechtslehre bedeutet eine „genuine connection“, dass ein robuster wirtschaftlicher Zusammenhang zwischen den Umständen im Ausland und dem steuererhebenden Staat zu bestehen hat (vgl. Abschnitt 7.2.1).

#### 16.1.4.1 Ausgabeprinzip

Das Ausgabeprinzip hat in der Steuerrechtslehre in der jüngeren Vergangenheit als Teil von nationalen FTS eine gewisse Prominenz und Akzeptanz erlangt (vgl. Abschnitt 7.2.2).

Nach dem Ausgabeprinzip werden diejenigen an einer Finanztransaktion beteiligten relevanten Parteien zur Abfuhr der Steuer verpflichtet, sofern ein Finanzprodukt gehandelt wird, das im Hoheitsgebiet des steuererhebenden Staates herausgegeben worden ist (vgl. Kommission, 2013a, Art. 4 Abs. 1 lit. g)).

Finanzprodukte sind immaterielle Güter und verkörpern als solche gewisse Rechte. Bei Aktien kann dies das Recht auf Zahlung einer Dividende sein oder zusätzlich auch etwaige Stimmrechte, die mit dem Erwerb von Eigentum an dem Unternehmen miteinhergehen können (vgl. Gaul, 2009, S. 953ff). Hieraus kann resultieren, dass der Erwerber einer Aktie Eigentum an einem Unternehmen im Hoheitsgebiet eines fremden Drittstaates erwirbt und mit seinem Stimmrecht Einfluss auf den Erfolg des Unternehmens im Territorium dieses Drittstaates ausüben kann. Dieses Beispiel zu Aktien inhaltlich aufgreifend, vertritt eine Mehrheit von Steuerexperten die Meinung, dass bei nicht-derivaten Finanzprodukten (meistens) eine ausreichend starke „genuine connection“ argumentiert werden kann, die eine Besteuerung nach dem Ausgabeprinzip rechtfertigt (vgl. Abschnitt 7.2.2).

Strittig ist die Diskussion bei derivaten Finanzprodukten. Derivate verbriefen meist ein einzelnes bestimmtes Recht. Dies kann im Falle einer Finanzoption das Recht zum Erwerb oder zur Veräußerung eines (Finanz-)Produkts zu einem vereinbarten Zeitpunkt zu einem vereinbarten Preis sein. Ferner können sich Fallkonstellationen ergeben, in denen der Ausgabeort, die Ausübung des Rechts und die dem Derivat zugrundeliegende Werte aus unterschiedlichen Hoheitsgebieten stammen. In der Literatur erfolgt deshalb eine Diskussion

darüber, wie der Ausgabeort von Derivaten bestimmbar gemacht werden kann und daran anknüpfend, ob bei der Besteuerung von Derivaten überhaupt eine rechtfertigende genuine connection für die Ausübung hoheitlicher Gewalt in fremden Territorien argumentiert werden kann (vgl. Abschnitt 7.2.2).

#### 16.1.4.2 Gegenparteiprinzip

Bei dem Gegenparteiprinzip handelt es sich um ein Novum in der Steuerrechtslehre, das bislang in der Praxis unbekannt ist (vgl. Abschnitt 7.2.3). Entsprechend der Ausgestaltung des Gegenparteiprinzips der EU FTS werden diejenigen an einer Finanztransaktion beteiligten relevanten Parteien zur Abfuhr der Steuer verpflichtet, sofern der Handel unter Beteiligung einer Partei durchgeführt wird, die in dem Hoheitsgebiet des EU FTS erhebenden Mitgliedstaates ansässig ist (vgl. Kommission, 2013a, Art. 4 Abs. 1 lit. f)).

Das Gegenparteiprinzip inhaltlich an einem Beispiel erläuternd bedeutet, dass ein US-amerikanischer Käufer und ein US-amerikanischer Verkäufer eines US-amerikanischen Wertpapiers zur Abfuhr der Steuer verpflichtet werden, wenn die Transaktion unter Beteiligung einer deutschen Handelsplattform abgewickelt wurde. In diesem Beispiel würden die US-amerikanischen Transaktionsparteien als in Deutschland ansässig gelten und damit der Steuerpflicht unterworfen, ausschließlich weil eine deutsche Handelsplattform an der Transaktion beteiligt gewesen ist.

Die für die Besteuerung erforderliche „genuine connection“ unter dem Gegenparteiprinzip wird aus dem „active personality principle“ abgeleitet, wonach im internationalen Strafrecht ein Staat aufgrund der Nationalität des Täters hoheitliche Gewalt im Territorium eines fremden Staates ausüben darf (vgl. Watson, 1993, S. 8).

In den Diskussionen über die Etablierung und die Stärke einer genuine connection unter dem Gegenparteiprinzip wurde als stärkstes Argument hervorgebracht, dass die Krise durch Finanzmarktteilnehmer verursacht worden ist und diese als eine Art Täter in Frage kommen (vgl. Abschnitt 7.2.3). Doch diese Argumentation verallgemeinert stark und macht Finanzmarktteilnehmer zu Tätern, die keine Täter waren oder aus zeitlicher Sicht hätten sein können. Auch kann dieses Konstrukt problematisch mit Blick auf Nationalität bzw. die Veränderung der Nationalität des Täters sein, damit ein Staat hoheitliche Gewalt ausüben

kann. Im Ergebnis enden alle Argumentationen darin, dass die Souveränität von (Dritt-) Staaten regelmäßig und dabei argumentativ nicht überzeugend verletzt werden würde (vgl. Abschnitt 7.2.3). Die Folge wäre ein Zustand rechtlicher Willkür, der mit Blick auf der territorialen Souveränität eines Staates nicht hinnehmbar ist (vgl. ebenda).

In gemäßigten Worten kritisiert der Juristische Dienst der EU (vgl. 2013, Rn. 22) den Richtlinienvorschlag der Kommission insoweit, dass nicht der Beweis erbracht werden konnte, dass Interessen der EU FTS Mitgliedstaaten ausreichend gefährdet sind, um die grenzüberschreitende Ausübung hoheitlicher Gewalt unter dem Gegenparteiprinzip durch die Richtlinie zu rechtfertigen.

#### 16.1.4.3 Exkulpationsklausel

In dem Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS ist mit Art. 4 Abs. 3 eine Exkulpationsklausel aufgenommen worden (vgl. 2013a). Nach der Exkulpationsklausel entfällt die Steuerpflicht, wenn der Steuerschuldner nachweist, dass zwischen der wirtschaftlichen Substanz der Transaktion und dem Hoheitsgebiet des steuererhebenden Staats kein Zusammenhang besteht (vgl. Kommission, 2013a, Art. 4 Abs. 3). Im Grunde bedeutet dies, dass der Steuerschuldner für jeden Einzelfall den Beweis zu erbringen hat, dass keine ausreichende „genuine connection“ besteht.

Die Aufnahme dieser Exkulpationsklausel gibt einen Hinweis darauf, dass die Kommission sich bewusst sein wird, dass die Regelungen mit dem Ausgabe- und Gegenparteiprinzip im Richtlinienvorschlag (vgl. 2013a, Art. 4 Abs. 1 lit. g) und f)) steuerrechtlich weitreichende Ausgestaltungsmaße angenommen hat. Unter Berücksichtigung des aktuellen Stands der Rechtsprechung und Lehre im internationalen Steuerrecht wird mit Teilen des Ausgabe- und mit dem Gegenparteiprinzip in Gänze die Grenze des steuerrechtlich Erlaubten überschritten (vgl. Abschnitte 7.2.2; vgl. Abschnitt 7.2.3).

Tatsächlich liegt die Beweislast nach Internationalem Recht (vgl. IGH, 1955, S. 23ff) und Europäischen Primärrecht (vgl. Art. 4ff EUV; vgl. Art. 327 AEUV) bei der Europäischen Union als Gesetzgeber, dass die im Richtlinienvorschlag zur Einführung der EU FTS enthaltenen Regelungen rechtskonform und verhältnismäßig sind (vgl. Law Society of England and Wales, 2013, Rn. 6.7; vgl. Juristischer Dienst der EU, 2013, Rn. 25).

Doch gerade die Erbringung dieses Beweises, dass die Regelungen der EU FTS rechtskonform und verhältnismäßig sind, wird, unter Berücksichtigung des aktuellen Sach- und Kenntnisstands zur (internationalen) Steuerrechtslehre, für den Europäischen Gesetzgeber wohl unmöglich sein. Diese Unmöglichkeit erlaubt es dem Europäischen Gesetzgeber allerdings nicht, dieses Problem durch eine Beweislastumkehr zulasten der Steuerschuldner lösen zu wollen, indem gegen etabliertes Internationales Recht und europäisches Primärrecht verstoßen wird.

Im Ergebnis resultiert dieser Verstoß gegen geltendes Recht in der Unwirksamkeit der Exkulpationsklausel. Der Juristische Dienst der EU kommentiert diesen Umstand damit, dass es unnötig sei, sich mit der Exkulpationsklausel aufzuhalten, da es sich evidenterweise um einen Verstoß gegen geltendes Recht handele (vgl. 2013, Rn. 25).

## **16.2 Zusammenfassung der rechtlichen Erkenntnisse zur KMU**

Im Hinblick auf die Etablierung der KMU hat die EU gesetzgeberische Entscheidungen getroffen, mit denen die Regulierung von Finanzinstrumenten und -märkten direkt oder indirekt erfolgt. In den nachfolgenden Abschnitten wird zusammenfassend ein Überblick über die Erkenntnisse und Ergebnisse zu den im Rahmen der Dissertation erforschten Themen der KMU informiert.

### **16.2.1 Prospektverordnung**

Mit Erlass der Prospektverordnung bestand die Möglichkeit für die EU als Europäischer Gesetzgeber, durch ein Prospekthaftungsregime im Europäischen Binnenraum Rechtssicherheit zu schaffen und die Situation um den Anlegerschutz weiterzuentwickeln.

Rechtssicherheit und Anlegerschutz waren Themen, die unmittelbar nach der (Finanz-)Krise von 2007 in den öffentlichen Fokus rückten (vgl. Abschnitt 10.1). Anleger hatten auf Basis von erfolgter Beratung und nicht beachteten, fehlenden oder falschen Informationen in Wertpapierprospekten Investitionsentscheidungen getroffen, die vermögensvernichtende Folgen haben konnten (vgl. ebenda). In der Folge kam es zu Klagen und die Rechtsprechung sah sich in Ermangelung eindeutiger Regelung auf EU Ebene in der Pflicht, das Haftungsregime

und den Anlegerschutz auf nationaler Ebene weiterzuentwickeln (vgl. BGH, 2011, Rn. 6ff; vgl. BGH 2010, Rn. 2ff).

Mit der Prospektverordnung hat sich der Europäische Gesetzgeber etwa 15 Jahre nach Beginn der Finanzkrise dazu entschieden, das Haftungsregime und den Anlegerschutz weiterzuentwickeln (vgl. Abschnitt 10.2). Eine Weiterentwicklung in Form der Konkretisierung des Haftungsregimes oder der Stärkung des Anlegerschutzes erfolgt dabei allerdings in eingeschränktem Umfang (vgl. Abschnitt 10.4f). In der Prospektverordnung wird konkretisierend klargestellt, dass die Herausgeber von Prospekten für falsche, irreführende, widersprüchliche oder fehlende Informationen in der Zusammenfassung des Prospekts ausschließlich bei Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit haften (vgl. Parlament und Rat, 2017b, Art. 11 Abs. 2). Abgesehen von der Vorgabe, dass eine Partei für falsche, irreführende, widersprüchliche oder fehlende Informationen in einem Prospekt haftbar gemacht werden kann (vgl. ebenda, Art. 11 Abs. 1), wird die Entwicklung und Ausgestaltung der Regeln zur Haftung in den Verantwortungsbereich der Mitgliedstaaten und deren nationaler Haftungsregelung gelegt (vgl. ebenda).

Hieraus resultiert der Zustand von in Art und Umfang verschiedenartigen Haftungsregimes und Anlegerschutzregelungen in den Mitgliedstaaten der EU (vgl. Abschnitt 10.5). Diesem Zustand sollten sich Transaktionsparteien stets bewusst sein, insbesondere Anleger beim Treffen von Investitionsentscheidungen.

Dieser Zustand wird um den Umstand ergänzt, dass solche Investitionsentscheidungen von der Möglichkeit von Rechtskollisionen geprägt sein können. Rechtskollisionen treten immer dann auf, wenn mind. zwei Rechtsordnungen mit ihrem jeweils nationalen Haftungsregime und Anlegerschutzregelungen angewandt werden können und wenn gute Gründe vorgetragen werden können, weshalb die jeweils andere Rechtsordnung angewandt werden sollte (vgl. Abschnitt 10.5.2). Ein solcher Fall kann vorliegen, wenn bspw. ein deutscher Anleger an einer deutschen Börse ein französisches Wertpapier von einem französischen Verkäufer erwirbt, der ursprünglich ein französisches Prospekt mit mehreren Übersetzungen erstellt hat. In diesem Konflikt sind die Anwendung des deutschen oder des französischen Haftungsregimes mit den jeweiligen Anlegerschutzregelungen argumentierbar (vgl. ebenda). Die Hilfe zur Lösung dieses Konflikts von Seiten des Europäischen Gesetzgebers und der

Rechtsprechung ist eingeschränkt und Lösungsansätze werden in der Lehre und Praxis diskutiert (vgl. ebenda).

In der Lehre und der Praxis wird als herrschende Meinung vertreten, dass es sich bei der Prospekthaftung um eine Haftung aus nicht erlaubter Handlung handelt (vgl. Bachmann, 2007, S. 80ff; vgl. Einsele, 2012, S. 39ff). Die EU hat zur Klärung über die Anwendung der Rechtsordnung bei unerlaubten Handlungen die EU Verordnung (EG) Nr. 864/2007 erlassen, die in den Rechtswissenschaften umgangssprachlich als ROM II-Verordnung bekannt ist. Hiernach findet das Recht des Staates Anwendung, in dessen Territorium der Schaden eintritt (vgl. Parlament und Rat, 2007, Art. 4 Abs. 1). Dies resultiert in einer Unsicherheit für die Transaktionsparteien und einer gewissen Willkür, da hierdurch die Anwendung des Rechts eines jeden Staates in der Welt möglich ist (vgl. Einsele, 2012, S. 29).

Da dieser Unsicherheit und der Willkür aktuell nicht vom Europäischen Gesetzgeber begegnet wird, könnte die Europäische Rechtsprechung im Rahmen von Urteilen zur Sicherheit beitragen. Mit der Frage des Schadensersatzes aus unerlaubter Handlung und der gerichtlichen Zuständigkeit im Rahmen der Prospekthaftung hatte der EuGH sich zuletzt in der Kolassa Entscheidung von 2015 auseinanderzusetzen. Der EuGH entschied zur konkreten Angelegenheit, blieb bei den aufgeworfenen Fragen zum Haftungsregime aus unerlaubter Handlung und einer gerichtlichen Zuständigkeit vage. Der EuGH bekräftigte lediglich, dass eine Haftung aus unerlaubter Handlung einschlägig sein kann und viele Anknüpfungspunkte für das anzuwendende Recht denkbar seien (vgl. EuGH, 2015, Rn. 42ff).

Insofern gilt es mit Blick auf die Schaffung von Rechtssicherheit durch Klarstellung beim Haftungsregime und Anlegerschutz durch den Europäischen Gesetzgeber oder die Rechtsprechung weiterhin zu warten, obgleich unter Berücksichtigung der aktuellen Situation eine akute Pflicht zum Handeln erkannt werden kann.

### **16.2.2 Verbriefungsverordnung**

Mit Einführung der Verbriefungsverordnung sind rechtliche Rahmenbedingungen geschaffen worden, die den Anlegerschutz stärken und ein wirtschaftlich gesundes Wachstum des Verbriefungsmarkts begünstigen sollen (vgl. Abschnitt 11).

Aktuell liegt der Fokus des Europäischen Gesetzgebers auf der Weiterentwicklung der Rahmenbedingungen zu den sog. STS-Verbriefungen, mit denen das wirtschaftlich gesunde Wachstum des Verbriefungsmarkts begünstigt werden soll (vgl. Abschnitt 11.4 und 11.7). Aufgrund positiver Akzeptanz der Rahmenbedingungen für „true sale“ STS-Verbriefungen werden aktuell die rechtlichen Rahmenbedingungen für synthetische STS-Verbriefungen erarbeitet (vgl. Abschnitt 11.7.1.2).

Da die Rahmenbedingungen der Verbriefungsverordnung teilweise hinreichend unkonkret sind, sind europäische Aufsichtsbehörden ermächtigt worden, Konkretisierungen durch Level 2 Regulierungsmaßnahmen vorzunehmen. Dies bedeutet, dass die Aufsichtsbehörden mittels technischer Regulierungsstandards, technischer Durchführungsstandards oder Leitlinien und Empfehlungen die Rahmenbedingungen verbindlich konkretisieren können (vgl. Abschnitt 11.7.1.1). Hierdurch werden bspw. Themen um Fragen der Anforderungen oder Haftung stetig weiterentwickelt und den Entwicklungen in der Praxis angepasst (vgl. ebenda).

Der Weiterentwicklung der Rahmenbedingungen zu Verbriefungen auf Basis von aufsichtlichen Level 2 Maßnahmen ist dort eine Grenze gesetzt, wo es um die Frage des anzuwendenden Rechts bei Kollisionen geht. Hier gelten die rechtlich gleichen Grundregelungen wie bei der Prospektverordnung (vgl. Abschnitt 11.7.1.1). So kann es gerade bei Verbriefungstransaktionen Konstellationen geben, in denen Transaktionsparteien unterschiedliche Nationalitäten haben und gute Gründe für die Anwendung abweichender Rechtsordnung argumentiert werden. Der Originator von verbrieften Werten, die Verbriefungsgesellschaft, der Käufer der Verbriefungen, der Verkäufer der Verbriefungen und die transaktionsabwickelnde Anstalt können allesamt in verschiedenen Staaten ansässig sein. Je nach Anspruchsausgangslage gegen eine oder mehrere Transaktionsparteien sind mehrfache Rechtskollisionen denkbar (vgl. ebenda).

Insofern besteht auch hier mit Blick auf den Anlegerschutz und möglichen Rechtskollisionen ein Nachbearbeitungsbedarf, indem Klarstellung zur Anwendbarkeit von Rechtsordnungen im Zusammenhang mit Haftungskonstellationen geschaffen wird.

### 16.2.3 Crowdfunding-Markt

Die EU hat sich dazu entschieden, die Crowdfunding-Märkte im Binnenraum aktuell nicht mittels direkter Gesetzgebung zu regulieren (vgl. Abschnitt 12.5). Damit folgt die EU der Empfehlung der Kommission, um den sich „rasant entwickelnden“ Crowdfunding-Markt ein einfluss- und schadensfreies Wachstum frei von direkter Regulierung auf EU Ebene zu ermöglichen (vgl. Kommission, 2016a, S. 30f).

Aus der Entscheidung gegen die direkte Regulierung resultiert auf EU Ebene eine indirekte Regulierung. Diese resultiert aus Rechtserlassen wie etwa der Prospektverordnung, die Anwendung findet, sobald auf dem Crowdfunding-Markt Finanzinstrumente gehandelt werden, für die ein Prospekt zu erstellen ist (vgl. Abschnitt 12.5). Ferner gelten rechtliche Bestimmungen auf nationaler Ebene eines jeden Mitgliedstaates, die eine direkte oder indirekte regulierende Wirkung haben. Dieser „Flickenteppich“ an regulatorisch und rechtlich teilweise sehr unterschiedlichen Vorgaben resultiert darin, dass sich die Crowdfunding-Märkte der EU Mitgliedstaaten im Binnenraum sehr unterschiedlich entwickeln können und dies derzeit tun (vgl. Abschnitt 12.2ff). Der Grund liegt darin, dass einige Crowdfunding-Märkte sich in eine Richtung entwickelt haben, in der die Anwendbarkeit von indirekter Regulierung durch EU-Rechtserlasse oder auch nationaler Rechtserlasse allenfalls eingeschränkt zum Tragen kommt (vgl. Abschnitt 12.5). Hieraus resultiert ein Wettbewerb unter den nationalen Crowdfunding-Märkten im Binnenraum, die Märkte attraktiv für Akteure zu halten (vgl. Abschnitt 12.4).

Die Entscheidung der EU, die Crowdfunding-Märkte auf EU Ebene derzeit nicht direkt regulieren zu wollen, wird unter dem Blinkwinkel der sonstigen Harmonisierungsbemühungen von Rechtsvorschriften der EU im Binnenraum von einigen Experten als inkonsistent und als lobbyistisch getriebene Entscheidung kritisiert (vgl. Abschnitt 12.5). Ein Entgegenreten der EU gegen den derzeitigen Umstand auf Basis direkter Regulierung sollte derzeit nicht erwartet werden, da die Größe der Crowdfunding-Märkte nach Transaktionszahl und -volumen – nach Ansicht der Lobbyisten – eine direkte Regulierung auf EU Ebene nicht angemessen wäre und diese Ansicht prominent von der EU Kommission unterstützt wird (vgl. ebenda).



## 16.3 Ergebnis zur rechtlichen Vereinbarkeit

Die in dieser Arbeit erarbeiteten Erkenntnisse zu rechtlichen Aspekten der EU FTS und der KMU werden in diesem Abschnitt zum Ergebnis zur rechtlichen Vereinbarkeit in zwei Teile gegliedert: Im ersten Teil werden Ausgestaltungsmerkmale der EU FTS und KMU unabhängig voneinander thematisiert, die unter Berücksichtigung geltenden Rechts mindestens bedenklich sind.

Im zweiten Teil wird die Frage nach der faktischen Vereinbarkeit der EU FTS und KMU beantwortet. Faktisch vereinbar sind die EU FTS und die KMU, wenn Rechtserlasse des Europäischen Sekundärrechts miteinander im Einklang stehen bzw. nicht miteinander unvereinbare Inhalte beinhalten.

### 16.3.1 Teil 1: Erkenntnisse zur direkten Vereinbarkeit mit Internationalem und Europäischem Primärrecht

Die EU FTS sollte mit Blick auf eine geplante Einführung, die auf Basis des derzeitigen Richtlinienentwurfs zur Einführung der EU FTS erfolgen soll, Ausgestaltungsmerkmale enthalten, die, unter Berücksichtigung des aktuellen Wissensstandes in Lehre und Rechtsprechung, mit Internationalem und Europäischem Primärrecht vereinbar sind.

In dem aktuellen Entwurf des Richtlinienvorschlags zur Einführung der EU FTS ist die Einführung eines sehr weiten Anwendungsrahmens der Steuer beabsichtigt (vgl. Abschnitt 4). Etwaige Gründe für den weiten Anwendungsrahmen könnten darin liegen, dass hierdurch den Erfolgchancen von Steuervermeidungsmaßnahmen entgegengewirkt werden kann und ein weiter Steueranwendungsrahmen zu mehr Steuereinnahmen führen kann (vgl. Abschnitt 5ff). Ausgestaltungsmerkmale, mit denen der weite Anwendungsrahmen geschaffen wird, sind neben der Definition des zu steuernden Personenkreises die Besteuerungsinstrumente. Hier sind als Besteuerungsinstrumente das Ausgabe- und Gegenparteiprinzip hervorzuheben (vgl. Abschnitt 4.1.2.1 und 4.1.2.2).

Während das Ausgabeprinzip in der Steuerrechtslehre bekannt ist und dessen Anwendung mit Blick auf nicht-derivate Finanzprodukte weithin als rechtskonform akzeptiert wird, ist die

Anwendbarkeit des Ausgabepinzips bei derivaten Finanzprodukten und das Gegenparteiprinzip in Gänze umstritten (vgl. Abschnitt 7.2.2f). Der Grund liegt darin, dass für eine Steuererhebung, die im Zusammenhang mit dem Hoheitsgebiet eines fremden Staats steht, ein robuster wirtschaftlicher Zusammenhang zwischen den Umständen im Ausland und dem steuererhebenden Staat zu bestehen hat (vgl. Abschnitt 7.2.1). In der Rechtslehre ist ein solcher, robuster wirtschaftlicher Zusammenhang unter dem Begriff der „genuine connection“ bekannt. Der Begriff und die inhaltliche Ausarbeitung der genuine connection bzw. des robusten wirtschaftlichen Zusammenhangs ist auf Basis der Rechtsprechung des StIGH und dessen Rechtsnachfolger IGH erfolgt (vgl. ebenda).

Neben diesen ausgearbeiteten Regeln aus dem internationalem Recht hat die EU FTS auch solche aus dem Europäischen Primärrecht zu achten, zu denen u.a. die vier Grundfreiheiten des Binnenmarktes mit dem freien Warenverkehr, der Personenfreizügigkeit, der Dienstleistungsfreiheit und des freien Kapital- und Zahlungsverkehrs gehören (vgl. Abschnitt 7.1.3). Die Grundfreiheit des freien Kapital- und Zahlungsverkehrs soll den Transfer von Geld und bestimmten Finanzprodukten schützen, indem aus der Grundfreiheit ein Verbot von Maßnahmen abgeleitet wird, dass eine Benachteiligung von Transferparteien als Form von Diskriminierung verbietet (vgl. ebenda).

Ausschlaggebend beim Transfer von Geld und bestimmten Finanzprodukten ist folglich, dass die Transaktionsparteien keine Benachteiligung als Form einer Diskriminierung erleiden. Aufgrund der derzeitig geplanten Ausgestaltung der EU FTS können bestimmte Transaktionsparteien bei Devisengeschäften aufgrund einer Nicht-Zugehörigkeit zum Euro-Währungsraumes einer indirekten Diskriminierung ausgesetzt sein (vgl. Abschnitt 7.1.3.1). In diesen Fällen handelt es sich um eine Form einer sog. indirekten Diskriminierung, die gerechtfertigt sein kann oder abstellbar ist, indem solche Devisengeschäfte von der Besteuerung ausgenommen werden (vgl. ebenda). Ebenfalls besteht die Möglichkeit, dass Transaktionsparteien eine direkte Diskriminierung erleiden, weil die steuereinführenden Mitgliedstaaten den Steuersatz oberhalb eines Mindeststeuersatzes frei festsetzen dürfen und dadurch unterschiedliche Besteuerungssätze für Transaktionsparteien Anwendung finden könnten (vgl. Abschnitt 7.1.3.2). Abhilfe könnte wirksam mit der Festsetzung eines einheitlichen Steuersatzes geschaffen werden (vgl. ebenda).

Ebenfalls als unerlaubte Beschränkung der Grundfreiheit des freien Kapital- und Zahlungsverkehrs gilt die Doppelbesteuerung von Finanztransaktionen. Diese Doppelbesteuerung kann auftreten, wenn eine Transaktion durch eine nationale Steuer und zusätzlich durch die EU FTS besteuert wird. Dieser Fall kann dann auftreten, wenn ein Mitgliedstaat eine nationale FTS eingeführt hat und ein anderer Mitgliedstaat der EU die EU FTS. Die Vermeidung des Aufkommens etwaiger Doppelbesteuerung wird in der Praxis nach Einführung der EU FTS entsprechend des derzeitigen Stands des Richtlinienvorschlags nicht vermeidbar sein. Auch sind keine praktikablen Lösungen für die Thematik etwaiger Doppelbesteuerung von Finanztransaktionen ersichtlich, zumindest nicht solange die Steuer von einer Minderheit in Verstärkter Zusammenarbeit eingeführt werden soll (vgl. Abschnitt 7.1.3.3).

Insofern ist es ratsam, den Richtlinienvorschlag inhaltlich weiterzuentwickeln, um einer Einführung der Steuer *contra legem* vorzubeugen. Schließlich könnte eine Einführung der EU FTS *contra legem* – also gegen geltendes Rech – nach gerichtlicher Feststellung der Rechtswidrigkeit darin resultieren, dass etwaige Steuereinnahmen zu erstatten sind. Solche Erstattungen und nachträgliche Anpassungen an etablierten Strukturen zur Steuerverarbeitung können mit hohen Kosten für die EU FTS-einführenden Mitgliedstaaten verbunden sein, ganz abgesehen von einem etwaigen Ansehensverlust, der aus der Rechtswidrigkeit resultieren könnte.

Mit Blick auf die analysierten drei Eckpfeiler der KMU und ergriffene Maßnahmen sind im Rahmen der Ausarbeitung keine Konflikte mit internationalem oder europäischem Primärrecht erkannt worden.

### **16.3.2 Teil 2: Erkenntnisse zur direkten Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU als Rechtserlasse und als sog. Europäisches Sekundärrecht**

Der Europäischen Union sind mit den EU Verträgen gesetzgeberische Kompetenzen zugestanden worden. Diese Kompetenz kann die EU durch Erlass von Rechtsakten in Form von Verordnungen, Richtlinien, Beschlüssen, Empfehlungen und Stellungnahmen ausüben (vgl. Art. 288 AEUV). Im Ergebnis bildet die Summe der erlassenen Rechtsakte das sog. Europäische Sekundärrecht.

Alleine im Jahr 2019 hat die EU im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren 75 neue und 51 abändernde Rechtsakte erlassen (vgl. EUR-Lex, 2020, <https://eur-lex.europa.eu/statistics/2019/legislative-acts-statistics.html> [abgefragt am: 17.07.2020]). Auch wenn es die gesetzgeberische Sorgfalt gebietet, dass keine widersprüchlichen oder unvereinbaren Regelungen im Europäischen Sekundärrecht zu finden sein sollten, kann dies in der Fülle der erlassenen Rechtsakte über die Jahre nicht immer sichergestellt sein. Deshalb gilt grundsätzlich die Regel des *lex posterior derogat legi priori*, wonach das jüngere Recht die Regelungen aus dem älteren Recht überschreibt (vgl. Blanke, 2015, Art. 326 Rn. 3).

Einen etwaigen Konflikt auf sekundärrechtlicher Ebene, der aus widersprüchlichen oder unvereinbaren Regelungen aus den Rechtserlassen resultiert, auf Basis der Regel des *lex posterior derogat legi priori* lösen zu wollen, ist ein naheliegender Ansatz. Im Falle der EU FTS jedoch nicht gangbar. Dies liegt darin begründet, dass die Richtlinie zur Einführung der EU FTS auf Basis des Rechtsinstruments der Verstärkten Zusammenarbeit umgesetzt wird. Unter Nutzung des Rechtsinstruments der Verstärkten Zusammenarbeit hat eine Minderheit von Mitgliedstaat die Möglichkeit, eine Gesetzgebung auf EU Ebene zu erwirken, auch wenn keine Unterstützung durch eine Mehrheit der Mitgliedstaaten gefunden werden kann (vgl. Abschnitt 3). Im Rahmen der Verstärkten Zusammenarbeit sind einige Besonderheiten zu beachten, von denen eine ist, dass die *lex posterior derogat legi priori* Regel keine Anwendung findet (vgl. Blanke, 2015, Art. 326 Rn. 3). Diese Besonderheit wird mit Blick auf das etwaige Ergebnis der Regel nachvollziehbar: eine Minderheit in Verstärkter Zusammenarbeit könnte andernfalls mit dem Erlass eines jüngeren Rechts das ältere Recht, das wahrscheinlich von einer Mehrheit der Mitgliedstaaten im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren erlassen worden ist, überschreiben.<sup>105</sup> Insofern besteht bei der Richtlinie zur Einführung der EU FTS das Erfordernis, dass der Richtlinienvorschlag mit europäischem Sekundärrecht vereinbar ist, indem keine widersprüchlichen oder unvereinbaren Regelungen vorliegen.

Bei der EU FTS, die entsprechend ihrer derzeitig geplanten Ausgestaltung eine indirekte Steuer sein wird (vgl. Abschnitt 7.1.4), sind zwei Richtlinien als einschlägig identifiziert worden, die

---

<sup>105</sup> Das Rechtsinstrument der Verstärkten Zusammenarbeit ist seit der Etablierung in 1997 bzw. Novellierung 2009 in insgesamt zwei Gesetzgebungsverfahren erfolgreich angewandt worden. Die Anwendung betraf keine Steuerregelung, wie es jetzt etwa mit der EU FTS der Fall ist (vgl. Abschnitt 3).

inhaltlich relevante Regelungen enthalten könnten. Dies sind Richtlinie 2008/7/EG „betreffend die indirekten Steuern auf die Ansammlung von Kapital“ (vgl. Abschnitt 7.1.4.1) sowie 2006/112/EG „über das gemeinsame Mehrwertsteuersystem“ (vgl. Abschnitt 7.1.4.2).

Richtlinie 2008/7/EG ist thematisch einschlägig, öffnet allerdings über normierte Ausnahmeregelungen den Weg zum Erlass von indirekten Steuern auf Finanztransaktionen, wodurch die Vereinbarkeit der Richtlinie mit der EU FTS resultiert (vgl. Abschnitt 7.1.4.1). Richtlinie 2006/112/EG betrifft das Mehrwertsteuersystem und erfasst thematisch die indirekte Besteuerung von konsumierbaren, dinglichen Gütern. Finanzprodukte, bei denen eine Konsumierbarkeit allenfalls eingeschränkt argumentierbar ist (vgl. Abschnitt 7.1.4.2) und immaterielle Güter in Form von Rechten, fallen nicht in den Anwendungsbereich der Richtlinie (vgl. ebenda).

Mit Blick auf die in dieser Arbeit analysierten Rechtserlasse zur KMU sind Hinweise auf Verbesserungsbedarfe identifiziert worden, insbesondere im Falle von Kollisionen unterschiedlicher Rechtsordnungen durch unzureichende Klärung auf EU Ebene (vgl. Abschnitt 10.5; vgl. Abschnitt 11.7). Die rechtlichen Aspekte zur KMU und die Hinweise auf Verbesserungsbedarfe berühren die Frage zur Vereinbarkeit mit der EU FTS inhaltlich nicht.

Im Ergebnis sind auf sekundärrechtlicher Ebene der im Rahmen dieser Arbeit durchgeführten Analysen keine Anhaltspunkte identifiziert worden, die gegen eine faktische Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU sprechen.

## **17 Berücksichtigung von Ergebnissen aus den Experteninterviews und deren Bedeutung für diese Arbeit**

---

Diese Stelle vor dem Schlusswort wurde bewusst ausgewählt, um über die Berücksichtigung von Ergebnissen aus den Experteninterviews und der Bedeutung für diese Arbeit zu informieren. Dies liegt zum einen darin begründet, dass in den vorangegangenen Abschnitten – in den Teilen B und C dieser Arbeit – über Aspekte der EU FTS, der KMU und der Einschätzung zur Vereinbarkeit informiert wurde und ein daraus gewonnenes Grundverständnis bei der

Nachvollziehung der Interviewinhalte helfen kann, und zum anderen Hinweise von Fachexperten gegeben wurden, die im Rahmen einer weiteren Erforschung der EU FTS und KMU Berücksichtigung finden sollten.

Im methodischen Teil dieser Arbeit wurde in Abschnitt 1.6.2 darüber informiert, dass neben der Literaturlauswertung auch ergänzend Experteninterviews geführt wurden. Im gleichen Abschnitt wurde ferner über die Auswahl der Fachexperten, die halboffene Führungsweise der Experteninterviews und Herausforderungen informiert. Für Details wird deshalb auf diesen Abschnitt hingewiesen, um Redundanzen an dieser Stelle zu vermeiden.

## **17.1 Auswertung**

Vor der Vorstellung der Ergebnisse im Rahmen der Auswertung gilt es darauf hinzuweisen, dass die Interviews unter Verwendung eines Interviewleitfadens halboffen geführt wurden (vgl. Abschnitt 1.6.2). Deshalb wurden die Fragen aus dem Interviewleitfaden nicht immer im gleichen Wortlaut gestellt. Es gab auch keine vorgegebenen oder standardisierten Antwortmöglichkeiten. Zudem hat nicht jeder Experte auf eine Frage antworten wollen oder wollte sich bei seiner Einschätzung auf eine Meinung und Wertung festlegen.

Um Erkenntnisse und die Meinungen der Fachexperten zum Zwecke einer Überprüfung und Diskussion in dieser Arbeit dennoch zugänglich zu machen, sind die Interviews inhaltlich ausgewertet worden. Hierzu wurden die Inhalte aus den Interviews zusammenfassend und kategorisiert in einer Excel-Datei abgetragen (vgl. Anlage 14).

Die Excel-Datei ist unter Berücksichtigung von Formatvorgaben und Darstellungsaspekten nicht an diese Stelle, in den Hauptteil dieser Arbeit aufgenommen, sondern steht als Anlage 14 zur Verfügung.

Die Abtragung und Kategorisierung von Interviewinhalten in der Excel-Datei ermöglichte durch Filterung eine standardisierte Auswertung.<sup>106</sup> Folgende Kategorien, die im Einklang mit dem Aufbau dieser Arbeit stehen, wurden hierzu gewählt (vgl. Anlage 14):

#### EU FTS

- Meinung zur Idee Keynes und Tobins einer FTS zur Steuerung von Finanztransaktionen
- Meinung zur Zielerreichung der Steuer (Beitrag zur Finanzkrise, Vorsorge, Selbstkostentragung)
- Meinung zur unterschiedlichen Besteuerung von Transaktionen (Derivate mit 0,01 % und Nicht-Derivate mit 0,1 % des Transaktionsvolumens)
- Meinung zur Nutzung der Verstärkten Zusammenarbeit (VS) zur Umsetzung
- Meinung zur Wirksamkeit des Steuerprinzips (insb. Gegenparteiprinzip)

#### KMU

- Meinung zur Erschließung alternativer Finanzierungsquellen zum Bankkredit durch die KMU (insb. für kleine und mittelständische Unternehmen)<sup>107</sup>
- Prospektverordnung: Meinung zur betragsmäßigen Befreiung von der Pflicht zur Erstellung
- Prospektverordnung: Meinung zur Pflicht zur Erstellung einer Zusammenfassung und Haftung
- Verbriefung: Meinung zum Verbot des Verkaufs an Private
- Verbriefung: Meinung zum Verbot von Wiederverbriefungen
- Verbriefung: Meinung zum STS-Verbriefungsprogramm
- Crowdfunding: Meinung zur Entwicklung und Regulierung

---

<sup>106</sup> Aufgrund der überschaubaren Anzahl der Interviews, der halboffenen Führung der Interviews und der Entscheidung von Fachexperten gepaart mit dem Umstand, dass Fachexperten zu bestimmten Punkten keine Einschätzungen äußerten, liegt originär weder eine signifikante Stichprobengröße vor, noch können wissenschaftlich repräsentative Ergebnisse abgeleitet werden (vgl. Langer, 2018, S. 9ff). Eine Auswertung, ob sich innerhalb der jeweiligen Expertengruppe ein Trend bei den Einschätzungen erkennen lässt, war deshalb nicht repräsentativ möglich.

<sup>107</sup> Vgl. Parlament und Rat, 2017a, Art. 2 lit. f) Unterabsatz i) zur Europäischen Legaldefinition.

Vereinbarkeit

- Meinung zur Vereinbarkeit EU FTS und KMU

Im Rahmen der Auswertung wurden die Inhalte der Interviews zusammenfassend in drei Spalten abgebildet: (1) „Einschätzung“, (2) „Zusammenfassung Antwort“ und (3) „Zusammenfassung Kritik“ (vgl. Anhang 14).

Die (1) Einschätzung erfolgte durch den Autor dieser Arbeit unter Berücksichtigung der jeweiligen Antwort des Fachexperten, ob dieser einem Thema (a) positiv, (b) eher positiv, (c) unentschlossen, (d) eher ablehnend oder (e) ablehnend gegenübersteht. Unter (2) Zusammenfassung Antwort sind die Inhalte zu dem Thema verkürzt abgebildet worden, die wiederum unter (3) Zusammenfassung Kritik stichpunktartig zusammengefasst wurden (vgl. Anlage 14).

In der (2) Zusammenfassung Antwort und (3) Zusammenfassung Kritik erfolgte in Ergänzung der inhaltlichen Wiedergabe von Expertenaussagen und -hinweisen auch die Kategorisierung, ob diese im Rahmen der ökonomischen, regulatorischen oder rechtlichen Diskussion einen relevanten Beitrag leisten. Diese Auswertung ist ausführlich in den Anlagen 15 bis einschließlich 17 erfolgt und wird zusammenfassend im folgenden Abschnitt vorgestellt.

Da durch die inhaltliche Zusammenfassung der Interviews zum Zwecke der Zuführung zur Vergleichbarkeit und Auswertbarkeit die Möglichkeit besteht, unbeabsichtigt eine Entfremdung oder keine exakte Wiedergabe der Inhalte vorgenommen zu haben, oder diese von einem Dritten abweichend erfolgt wäre, wird empfohlen, die im Wortlaut transkribierten Interviews in der Anlage ergänzend eigenständig inhaltlich zu berücksichtigen (vgl. Anlagen 2 bis einschließlich 13).

## **17.2 Zusammenfassende Diskussion und Berücksichtigung der Einschätzungen und Meinungen der Fachexperten**

Für die ausführliche Auswertung und Diskussion zur Berücksichtigung der Einschätzungen und Meinungen der Fachexperten vor dem Hintergrund der ökonomischen, regulatorischen und rechtlichen Detailebene zur Beantwortung der Forschungsfrage wird auf die Anlagen 15 bis



einschließlich 17 hingewiesen. Im Folgenden erfolgt eine Zusammenfassung der Diskussion und Berücksichtigung der Einschätzungen und Meinungen der Fachexperten aus den Interviews.

Die Interviews wurden hauptsächlich zu einem bereits fortgeschrittenen Zeitpunkt der Ausarbeitungen geführt und dienten der Überprüfung, ob relevante Inhalte mit der Arbeit bereits adressiert sind und ob Fachexperten neue Hinweise zu anderen relevanten Inhalten geben würden (vgl. Abschnitt 1.6). Deshalb wurde jeder Fachexperte im Interview zusätzlich gefragt, ob es Inhalte gäbe, die im Rahmen des Interviews nicht adressiert wurden und hätten adressiert werden sollen. Keiner der interviewten Fachexperten hatte Hinweise auf die im Interview hinausgehend adressierten Inhalte.

### **17.2.1 Zusammenfassung der Ergebnisse aus den Interviews zur EU FTS**

Die ausführliche Diskussion der Ergebnisse aus den Interviews zur EU FTS ist in Anlage 15 dieser Arbeit aufgenommen. Insgesamt wurde festgestellt, dass aus den Interviews keine zusätzlichen Informationen gewonnen wurden, die für die Arbeit und zur Beantwortung der Forschungsfrage nach der Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU Relevanz haben.

Es erfolgten allerdings mit Blick auf den Besteuerungsansatz der EU FTS Vorschläge durch Fachexperten, wie der Besteuerungsansatz weiterentwickelt oder alternativ ausgestaltet werden könnte (vgl. Abschnitt 15.2.3 der Anlage 15). Hervorzuheben sind bspw. die Vorschläge von Fachexperten, anstelle der Besteuerung von Transaktionen die Gewinne abzuschöpfen (vgl. Experte 8, 2020, Anlage 7) oder die Steuersätze von der Haltedauer eines Finanzproduktes abhängig zu machen (vgl. Experte 12, 2021, Anlage 13). Diese Vorschläge sind mit Blick auf das Ziel dieser Arbeit, in der der Status Quo der Ausgestaltung der EU FTS zur Beantwortung der Forschungsfrage heranzuziehen ist, nicht von Relevanz. Die wissenschaftliche Aufarbeitung der Vorschläge könnte allerdings im Rahmen einer weitergehenden Forschung zur EU FTS von Interesse sein.

In den Experteninterviews wurde ebenfalls deutlich, dass mit dem Thema und der Forschungsfrage eine Lücke adressiert wird (vgl. Abschnitt 1.1f und 1.6.2), da keiner der Fachexperten sich zu jedem Detailthema der EU FTS, das für diese Arbeit relevant ist, äußern

konnte. Insofern wird darin ein Hinweis gesehen, dass mit der Aufarbeitung in dieser Arbeit eine erste Adressierung zur Schließung dieser Forschungslücke erfolgt (vgl. Abschnitt 1.1ff).

Auf Basis der Interviews kann zusammengefasst werden, dass die Themen und die Inhalte zur EU FTS von den interviewten Experten dahingehend validiert wurden, dass auf keine weiteren relevanten Inhalte hingewiesen wurde.

### **17.2.2 Zusammenfassung der Ergebnisse aus den Interviews zur KMU**

Die ausführliche Diskussion der Ergebnisse aus den Interviews zur KMU ist in Anlage 16 dieser Arbeit aufgenommen. Im Rahmen der Interviews wurden keine Hinweise oder Kritik zu den ausgewählten Maßnahmen der KMU geäußert, die nicht bereits im Rahmen dieser Arbeit als relevant identifiziert wurden und berücksichtigt sind.

Mit Blick auf das Crowdfunding erfolgte durch einen Fachexperten (vgl. Experte 9, 2020, Anlage 8), der eine Crowdfunding-Plattform im Rahmen eines Mandats betreut, die Bestätigung einer gezielten Auswahl der Crowdfunding-Produkte auf deutschen Plattformen vor dem Hintergrund der Vermeidung regulatorischer Beaufsichtigung durch die BaFin (vgl. Abschnitt 12.5).

Im Rahmen der Interviews wurde bemerkt, dass die ausgewählten Maßnahmen zur Etablierung der KMU und deren Ausgestaltung von Fachexperten eingeschränkt bekannt waren und deshalb Erläuterungen, bspw. zu den STS-Verbriefungen (vgl. Experte 5, 2020, Anlage 4; vgl. Experte 6, 2020, Anlage 5; vgl. Experte 7, 2020, Anlage 6; vgl. Experte 9, 2020, Anlage 8; vgl. Expertin 10, 2020, Anlage 10; vgl. Experte 11, 2020, Anlage 11; vgl. Experte 12, 2021, Anlage 13), erforderlich waren, um über eine Maßnahme zu sprechen. Hierbei wurde ersichtlich, dass das Thema dieser Arbeit und der gewählte Ansatz mit Umfang zur Beantwortung der Forschungsfrage bislang nicht durch einen Fachexperten in Gänze abgedeckt wird.

Mit Blick auf Ansatz und Umfang der Maßnahmen zur KMU kann auf Basis der Interviews festgestellt werden, dass die Auswahl der Inhalte offenbar zutreffend gewählt wurde, da von

den Fachexperten keine nicht berücksichtigten Hinweise oder relevante Kritik in den Interviews zu Maßnahmen geäußert wurden.

### **17.2.3 Zusammenfassung der Ergebnisse und Ergebnisse aus den Interviews zur Vereinbarkeit**

Im Interviewleitfaden (vgl. Anlage 1) und den unter Verwendung des Interviewleitfadens geführten Interviews mit Fachexperten erfolgte die Frage nach der Vereinbarkeit der EU FTS und KMU auf Basis der initialen Forschungsfrage (vgl. Abschnitt 1.1). Es wurde folglich nach der „Vereinbarung von EU FTS und der KMU“ gefragt.

Die Konkretisierung hin zur detaillierten Forschungsfrage (vgl. Abschnitt 1.2) auf den drei Detailebenen der ökonomischen, regulatorischen und rechtlichen Vereinbarkeit erfolgte mittelbar durch Zusammenfassung der Themen im Interview durch den Autor, bevor die letzte Frage zur Vereinbarkeit gestellt wurde.

Ein Fachexperte aus der Forschung, der die Fragen auf Basis des Interviewleitfadens schriftlich beantwortete, antwortete auf die Frage deshalb anders als die anderen Fachexperten und wies darauf hin, dass es sich seines Erachtens bei den Maßnahmen der KMU um ordnungspolitische und bei der EU FTS um eine prozesspolitische Maßnahme handele und diese sich in der Theorie nicht ausschließen (vgl. Experte 2, 2020, Anlage 9).

Vereinfacht ausgedrückt sollen durch ordnungspolitische Maßnahmen die Rahmenbedingungen geschaffen werden, die durch prozesspolitische Maßnahmen zur Steuerung konkretisiert werden (vgl. Berg et al., 2007, S. 327ff). Die Abgrenzung der EU FTS zwischen ordnungspolitischer und prozesspolitischer Maßnahme der EU FTS und damit deren Kategorisierung kann kontrovers diskutiert werden. Dabei ist die Abgrenzung und die Kategorisierung der EU FTS von nachgelagerter Bedeutung, da die Summe der ordnungspolitischen und prozesspolitischen Maßnahmen die Wirtschaftspolitik bestimmt. Folglich sollte die Summe der hier betrachteten Maßnahmen zur Bestimmung der Wirtschaftspolitik der EU herangezogen werden.

Diese gesamtheitliche Betrachtung nimmt auch der Fachexperte aus der Forschung vor, indem angemerkt wird, dass „beide Vorschläge [die EU FTS und die KMU] auf eine Stabilisierung der paneuropäischen Finanzmärkte unabhängig von kurzfristigen konjunkturellen Veränderungen abzielen ... [und] Insoweit müsste man aus gesamtwirtschaftlicher Sicht eine adäquate, im Gleichgewicht temporäre Entwicklung beider Projekte begrüßen.“ (Experte 2, 2020, Anlage 9). Insoweit äußert der Fachexperte einen Hinweis, der in dieser Arbeit unter regulatorischen Aspekten inhaltlich relevant ist. Deshalb wurde dieser Hinweis des Experten unter Abschnitt 16.2.2 aufgegriffen und diskutiert.

Die Inhalte der Antworten der anderen Fachexperten zur initialen Forschungsfrage (vgl. Abschnitt 1.1) lassen sich anhand ihres Inhalts den konkretisierenden Detailebenen der detaillierten Forschungsfrage zuordnen (vgl. Abschnitt 1.2). Alle von den Fachexperten geäußerten Meinungen und Bedenken zur Vereinbarkeit wurden in der Diskussion den Abschnitten 14 bis einschließlich 16 inhaltlich berücksichtigt. Für Details wird auf die Anlage 17 mit den Abschnitten 17.2.1 bis einschließlich 17.2.3 hingewiesen.

Die Fachexperten äußerten allerdings bei der Frage zur Besteuerungsmethodik zur EU FTS, dass Störgefühle oder Unsicherheit in Bezug auf die Wirksamkeit des Gegenparteiprinzips bestehe. Die von den Fachexperten geäußerten Störgefühle oder Unsicherheiten sind für die rechtliche Vereinbarkeit relevant und wurden vom Autor in Abschnitt 16.1.4.2 adressiert.

Insgesamt trugen die Interviews mit den Fachexperten – einschließlich der Frage nach der Vereinbarkeit – dazu bei, Sicherheit bezüglich des gewählten Ansatzes und der Inhalte zur Beantwortung der Forschungsfrage in dieser Arbeit zu geben. Gleichzeitig wurden vereinzelt Hinweise gegeben, die mit Blick auf eine weitere Erforschung von speziellen Aspekten der EU FTS und Maßnahmen der KMU Interesse wecken und Berücksichtigung finden sollten.

## 18 Schlusswort

---

Als die Öffentlichkeit zu Zeiten der (Finanz-)Krise von 2007 eine stärkere Regulierung der Finanzmärkte begehrte, war zeitnah der Plan der Einführung einer Finanztransaktionssteuer auf EU Ebene gefasst worden. Da sich für die Einführung der Steuer keine Mehrheit unter den Mitgliedstaaten fand, treibt eine Minderheit von elf Mitgliedstaaten der EU in sog. Verstärkter Zusammenarbeit das Gesetzgebungsvorhaben auf EU Ebene voran.

Aufgrund der Entwicklung der Finanzmärkte seit der Finanzkrise kann der Eindruck aufkommen, dass das öffentliche Interesse an Regulierung nachgelassen hat und die EU ihren Fokus zwischenzeitlich auf Deregulierung und Erlass von Maßnahmen zur Unterstützung des Wachstums der Märkte lenkt. Erkennbar kann der neue Fokus mit Blick auf das 2015 begonnene Projekt der Etablierung der Kapitalmarktunion<sup>108</sup> werden.

Öffentlichkeitswirksam betonten bestimmte Politiker die Unvereinbarkeit der Projekte der EU FTS und der KMU. Auch Experten, die im Rahmen dieser Arbeit interviewt wurden, war dieses Bild der Unvereinbarkeit geläufig. Doch da diese Unvereinbarkeit wissenschaftlich bislang ununtersucht geblieben ist, sollte die Vereinbarkeit der Projekte der EU FTS und der KMU als Forschungsfrage auf drei Ebenen untersucht und in dieser Arbeit beantwortet werden:

- Ebene 1: ökonomische Vereinbarkeit
- Ebene 2: regulatorische Vereinbarkeit
- Ebene 3: rechtliche Vereinbarkeit

Unter Berücksichtigung der derzeitig geplanten Ausgestaltung der EU FTS – mit ihrem sehr weitreichenden Anwendungsrahmen – ist die ökonomische Vereinbarkeit mit der KMU argumentativ kaum vertretbar. Mit der KMU werden neben etwaig einschränkend wirkenden regulatorischen Maßnahmen gleichzeitig Maßnahmen vorgestellt, die ein Wirtschaftswachstums fördern sollen (vgl. Abschnitt 14.2). Vergleichbare wachstumsfördernde Maßnahmen oder Effekte sind mit der EU FTS nicht geplant (vgl. Abschnitt 14.1).

---

<sup>108</sup> vgl. Abschnitt 10.1 zu den Begrifflichkeiten der Finanz- und Kapitalmärkte.

Auf Basis der durchgeführten Analysen kann die regulatorische Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU vertreten werden, da sowohl mit der EU FTS als auch mit der KMU Harmonisierungsbestrebungen verfolgt werden und eine Regulierung auch im Sinne des Anlegerschutzes erfolgt (vgl. Abschnitt 15.3).

In der rechtlichen Analyse sind keine Anhaltspunkte identifiziert worden, die einer Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU entgegenstehen würden. Der Vollständigkeit halber gilt es darüber zu informieren, dass im Rahmen der Analyse der EU FTS entsprechend ihrer derzeitig geplanten Ausgestaltung rechtlich bedenkliche Aspekte identifiziert worden sind, zu deren Überarbeitung geraten wird, um einer etwaigen Einführung der Steuer *contra legem* entgegenzuwirken (vgl. Abschnitt 16.1).

Mit Blick auf die Position, dass eine ökonomische Vereinbarkeit derzeit argumentativ kaum vertretbar ist, sollten zwei Punkte klarstellend berücksichtigt werden: (1) Mit einem angepassten Anwendungsrahmen könnte eine veränderte Lenkungswirkung der EU FTS erreicht werden, die auch mit einer Förderung bestimmter Finanztransaktionen einhergehen könnte. Nach einer etwaig so gelagerten Anpassung könnte eine ökonomische Vereinbarkeit der EU FTS und der KMU argumentativ vertretbar sein. (2) Aus dem Umstand, dass bei der Analyse der EU FTS keine unmittelbaren wirtschaftswachstumsfördernden Maßnahmen identifiziert wurden, während die analysierten Maßnahmen der KMU unmittelbare Maßnahmen oder Entscheidungen umfassen, resultiert keine faktische Unvereinbarkeit der EU FTS und KMU. Das Ergebnis zur ökonomischen Unvereinbarkeit bedeutet, dass derzeit aufgrund einer Gegensätzlichkeit zwei argumentativ schwierig miteinander vereinbare Positionen aufeinandertreffen. Es ist vorstellbar, dass bestimmte Politiker auf diesen Umstand der derzeitigen Gegensätzlichkeit öffentlichkeitswirksam aufmerksam machen möchten, wenn sie von der Unvereinbarkeit der EU FTS und der KMU sprechen, auch wenn diese Unvereinbarkeit *de facto* nicht besteht.

Ein besonderes Anliegen ist die Betonung, dass die Ausführungen im vorangegangenen Absatz und dieser Arbeit insgesamt zu einer Sensibilisierung mit Blick auf derzeitige Diskussionen in der Fachwelt zu Themen der EU FTS und der KMU sowie deren Vereinbarkeit beitragen sollen.

Die Ausführungen und das Ergebnis dieser Arbeit sollen ein fachlicher Beitrag sein, auf den die Diskussion aufsetzen und eine inhaltliche Weiterentwicklung erfolgen kann.

## 19 Verzeichnisse

---

### 19.1 Literaturverzeichnis<sup>109</sup>

**Abgabenordnung (AO):** BGBl. I 72/2002 i.d.F. 71/2021.<sup>110</sup>

**afme und BCG (2015):** Association for Financial Markets in Europe und Boston Consulting Group: Bridging the growth gap. Kapitalmärkte in Europa und den USA aus Sicht der Anleger - Förderung von Investitionen und Wirtschaftswachstum. London. Online: <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/bridging-the-growth-gap-summary-german-version.pdf> [abgefragt am: 08.07.2020].

**Ahrweiler, S. (2018):** Ich krieg die Krise - Das Geldsystem gerät immer wieder aus den Fugen. Diese vier historischen Beispiele zeigen, dass der Bankenkollaps von 2008 kein Einzelfall war. fluter - Magazin der Bundeszentrale für politische Bildung. Bonn. Online: <https://www.fluter.de/kurze-geschichte-der-finanzkrisen> [abgefragt am: 23.06.2020].

**Alexander, K. und Eatwell, J. (2012):** International regulatory reform and financial taxes. In: Alexander, K. und Dhumale, R. (Hrsg). Research Handbook on International Financial Regulation. Cheltenham: Edgar Elgar Publishing, S. 397-414.

**Allen&Overy (2013):** Global Tax practice. Financial Transaction Tax - Sending shock waves through global financial services. Allen&Overy LLP. Ohne Angabe des Erscheinungsorts.

**Anderson, N; Brooke, M; Hume, M. und Kürtösiová, M. (2015):** A European Capital Markets Union: implications for growth and stability. Bank of England Financial, Stability Paper No. 33. London. Online: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-paper/2015/a-european-capital-markets-union-implications-for-growth.pdf> [abgefragt am: 30.06.2020].

---

<sup>109</sup> Im Literaturverzeichnis verwendete Abkürzungen sind in das Abkürzungsverzeichnis aufgenommen. Dies betrifft bspw. Autoreninformationen wie etwa „afme“ oder auch „APA“, da teilweise keine Nennung der Autoren in den Quellen erfolgt. Auch die offiziellen Abkürzungen von Fachzeitschriften wie etwa „WM“ sind ins Abkürzungsverzeichnis aufgenommen worden.

<sup>110</sup> Bundesgesetze und Landesgesetze wurden entsprechend der Anforderungen aus den „Richtlinien zur Erstellung schriftlicher Arbeiten Zitierrichtlinien“ mit Stand 06.10.2020 der KMU Akademie & Management AG in das Inhaltsverzeichnis aufgenommen. Entsprechend der Anforderungen unterscheidet sich die Darstellung von anderen Quellen im Inhaltsverzeichnis und weicht auch ggü. anderen Zitierrichtlinien ab, nach denen eine Aufnahme von Gesetzen in das Literaturverzeichnis nicht erfolgt.



**Arcand, J.-L.; Berkes, E. und Panizza, U. (2012):** too much finance? International Monetary Fund (imf) working paper no 12/161. Washington D.C. Online: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf> [abgefragt am: 08.07.2020].

**APA (2015):** Finanztransaktionssteuer: Weniger Einnahmen als geplant. Salzburger Nachrichten. Salzburg. Online: <http://www.salzburg.com/nachrichten/oesterreich/wirtschaft/sn/artikel/finanztransaktionssteuer-weniger-einnahmen-als-geplant-134323/> [abgefragt am: 22.01.2019].

**auxmoney (2017):** Aegon intensiviert Partnerschaft mit auxmoney, dem Vorreiter für finanzielle Teilhabe. Düsseldorf. Online: <https://www.auxmoney.com/presse/aegon-intensiviert-partnerschaft-mit-auxmoney-dem-vorreiter-fuer-finanzielle-teilhabe/> [abgefragt am: 13.07.2020].

**auxmoney (2019):** auxmoney for institutional investors. Düsseldorf. Online: <https://www.auxmoney.com/institutional-investing> [abgefragt am: 13.07.2020].

**Bachmann, G. (2007):** Die internationale Zuständigkeit für Klagen wegen fehlerhafter Kapitalmarktinformation. Bielefeld: Verlag Ernst und Werner Giesecking. Fachzeitschrift IPRax, S. 77-86.

**BaFin (2014):** Grauer Kapitalmarkt. Bonn. Online: [https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Investieren/GrauerKapitalmarkt/grauer\\_kapitalmarkt\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Investieren/GrauerKapitalmarkt/grauer_kapitalmarkt_node.html) [abgefragt am: 30.06.2020].

**BaFin (2018):** Europäische Aufsichtsbehörden: BaFin übernimmt grundsätzlich alle Leitlinien sowie Fragen und Antworten in ihre Verwaltungspraxis. Bonn. Online: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2018/meldung\\_180215\\_leitlinien\\_q\\_and\\_as\\_der\\_esas.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Meldung/2018/meldung_180215_leitlinien_q_and_as_der_esas.html) [abgefragt am: 08.07.2020].

**BaFin (2019):** European Market Infrastructure Regulation (EMIR). Bonn. Online: [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Derivate/EMIR/emir\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Derivate/EMIR/emir_node.html) [abgefragt am: 18.06.2020].

**BaFin (2020a):** Neue Regeln für Wertpapierprospekte nach EU-Prospektverordnung 2017/1129. Bonn. Online: [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/Prospekte/Wertpapiere/NeueEUProspektverordnung/NeueEUProspektverordnung_node.html) [abgefragt am: 03.07.2020].

- BaFin (2020b):** Vermögensanlagen-Informationsblatt. Bonn, 9. Juli 2020. Online: [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VIB/vib\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/FinTech/VIB/vib_node.html) [abgefragt am: 09.07.2020].
- Balakrishnan, R. und Berger, H. (2009):** Comparing Recessions in Germany, Spain, and United Kingdom. IMF Research and European Departments. Ohne Angabe des Erscheinungsorts. Online: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/num111809a.htm> [abgefragt am: 12.06.2020].
- Bechthold, H. (2020):** Verbriefungsmarkt 2018: Steigende Volumina, steigende Platzierungen und stark steigende Spreads. Ein Rückblick. True Sale International (TSI). Ohne Angabe des Erscheinungsorts. Online: [https://www.true-sale-international.de/fileadmin/tsi\\_gmbh/tsi\\_downloads/TSI\\_kompakt/Verbriefungsmarkt\\_2018\\_Zu\\_sammenfassung\\_HB\\_TSI\\_FINAL.pdf](https://www.true-sale-international.de/fileadmin/tsi_gmbh/tsi_downloads/TSI_kompakt/Verbriefungsmarkt_2018_Zu_sammenfassung_HB_TSI_FINAL.pdf) [abgefragt am: 07.07.2020].
- Beck, U. (1986):** Risk Society: Towards a New Modernity. Nachdruck von 2005. New York: SAGE Publications.
- Bendel, D.; Demary, M. und Voigtländer, M. (2016):** Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland. Institut der deutschen Wirtschaft Köln (IW). Köln. Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung, Trends 1 - Jahrgang 43, S. 37-54. Online: [https://www.iwkoeln.de/fileadmin/publikationen/2016/264487/IW-Trends\\_2016-01-03\\_Bendel-Demary-Voigtlaender.pdf](https://www.iwkoeln.de/fileadmin/publikationen/2016/264487/IW-Trends_2016-01-03_Bendel-Demary-Voigtlaender.pdf) [abgefragt am: 09.07.2020].
- Berg, H.; Cassel, D. und Hartwig, K.-H. (2007):** Theorie der Wirtschaftspolitik. In: Apolte, T.; Bender, D.; Berg, D.; Cassel, D.; Erlei, M.; Grosskettler, H.; Hartwig, K.-H.; Hübl, L.; Kerber, W.; Nienhaus, V.; Ott, N.; Siebke, J.; Smeets, H.-D.; Thieme, H.J.; Vollmer, U. (Hrsg). Vahlens Kompendium der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Band 2. 9. Auflage. München: Verlag Vahlen, S. 243-369.
- Black, J. (2013):** Seeing, Knowing, and Regulating Financial Markets: Moving the Cognitive Framework from the Economic to the Social. London School of Economics and Political Science (LSE) Law Department, Society and Economy Working Papers 24/2013. London.
- Bohley, P. (2003):** Die öffentliche Finanzierung: Steuern, Gebühren und öffentliche Kreditaufnahme. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH.
- Borrmann, J. und Finsinger, J. (1999):** Markt und Regulierung. München: Verlag Franz Vahlen.

**Boulding, K. (1966):** The Economics of the Coming Spaceship Earth. In: Jarrett, H. (Hrsg). Environmental Quality in a Growing Economy. Baltimore: Resources for the Future/Johns Hopkins University Press, S. 3-14.

**bpb (2009):** 80 Jahre "Schwarzer Freitag". Bonn. Online: <http://www.bpb.de/politik/hintergrund-aktuell/69271/80-jahre-schwarzer-freitag-23-10-2009> [abgefragt am: 23.06.2020].

**bpb (2017a):** Anleihebestand. Nach Emittenten, in Billionen US-Dollar, 1997 bis 2016. Bonn. Online: <https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52599/anleihen> [abgefragt am: 18.06.2020].

**bpb (2017b):** Börsengehandelte und außerbörslich gehandelte Finanzderivate. Bestand in absoluten Zahlen, weltweit 1993 bis 2016. Bonn. Online: <https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52602/finanzderivate> [abgefragt am: 18.06.2020].

**bpb (2017c):** Börsengehandelte und außerbörslich gehandelte Finanzderivate. Vor zehn Jahren: Finanzkrise erreicht Europa. Bonn. Online: <https://www.bpb.de/politik/hintergrund-aktuell/252866/finanzkrise-2007> [abgefragt am: 30.06.2020].

**bpb (2019):** Aktienbestand und Aktienhandel. In absoluten Zahlen, Umschlagshäufigkeit pro Jahr, weltweit 1980 bis 2018. Bonn. Online: <https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52590/aktien> [abgefragt am: 18.06.2020]

**bpb (2020):** EU Steuer. Bonn. Online: <https://www.bpb.de/nachschlagen/lexika/das-europalexikon/176969/eu-steue> [abgefragt am: 17.06.2020].

**BGH (2010):** 3. Zivilsenat. 15. April 2010 - III ZR 196/09.

**BGH (2011):** 11. Zivilsenat. 22.März 2011 - XI ZR 33/10.

**Blanke, H.-J (2015):** Kommentar zu Art. 326, 330 AEUV. In: Grabitz, E.; Hilf, M. und Nettesheim, M. (Hrsg). Das Recht der Europäischen Union: EUV/AEUV. 55. Auflage. München: Beck Verlag.

**Blechner, N. (2020):** Wem nützt die Finanztransaktionssteuer? Tagesschau. Hamburg. Online: <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/boerse/europa-finanztransaktionssteuer-101.html> [abgefragt am: 03.06.2020].

**Brähler, G. (2014):** Internationales Steuerrecht. 8. Auflage. Wiesbaden: Springer Gabler.

**Bronger, B. und Scherer, P. (2017):** Das neue europäische Prospektrecht – (Geplante) Änderungen und ihre Auswirkungen. Frankfurt am Main: Herausbergemeinschaft Wertpapier-Mitteilungen, Keppler, Lehmann GmbH & Co. KG. Fachzeitschrift WM, S. 460-468.

**Bundesbank (2016):** Hochfrequenzhandel kann Volatilität an den Finanzmärkten erhöhen. Frankfurt a.M. Online: <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/themen/hochfrequenzhandel-kann-volatilitaet-an-den-finanzmaerkten-erhoehen-665080> [abgefragt am: 18.06.2020].

**Bundesfinanzministerium (2019):** Steuern im Einkaufswagen - Was wird wie hoch besteuert? Berlin. Online: [https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Service/Einfach\\_erklaert/2019-05-02-steuern-im-einkaufswagen-flash-infografik.html#:~:text=Steuern%20im%20Einkaufswagen,den%20erm%C3%A4%C3%9Figten%20von%207%20Prozent](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Service/Einfach_erklaert/2019-05-02-steuern-im-einkaufswagen-flash-infografik.html#:~:text=Steuern%20im%20Einkaufswagen,den%20erm%C3%A4%C3%9Figten%20von%207%20Prozent) [abgefragt am: 22.06.2020].

**Bundestag (2009):** Einführung einer Börsenumsatzsteuer in Deutschland. Drucksache 16/12571. Berlin. Online: <http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/16/125/1612571.pdf> [abgefragt am: 17.06.2020].

**Bundestag (2017):** Wortprotokoll der 117. Sitzung. Finanzausschuss. Protokoll 18/117. Berlin. Online: <https://www.bundestag.de/resource/blob/515110/be4b5ba8ec3380dae99b8648b3dd2cf0/Protokoll-data.pdf> [abgefragt am: 08.07.2020].

**Bundestag (2018):** Fragen zum Crowdfunding. Ausarbeitung der wissenschaftlichen Dienste. WD 4 - 3000 - 050/18. Berlin. Online: <https://www.bundestag.de/resource/blob/554952/264dc131b80036af0d661d797630dad/WD-4-050-18-pdf-data.pdf> [abgefragt am: 08.07.2020].

**Bürgerliches Gesetzbuch (BGB):** BGBl. I 2/2002 i.d.F. 86/2021.

**Burmester, G. (1993):** Grundlagen internationaler Regelungskumulation und -kollision, unter besonderer Berücksichtigung des Steuerrechts. Baden-Baden: Nomos.

**Büttner, T.; Erbe, K.; Hannig, T. und Schweinitz, O. von (2015):** Steuern und Abgaben im Finanzsektor II. Institut Finanzen und Steuern. Schrift 502. Berlin/Köln.

- Cadwalladr, C. (2012):** Nassim Taleb: my rules for life. The Observer (Guardian Mediengruppe). London. Online: <http://www.theguardian.com/books/2012/nov/24/nassim-taleb-antifragile-finance-interview> [abgefragt am: 03.06.2020].
- Campbell, J. und Froot, K. (1993):** International Experiences with Securities Transaction Taxes. National Bureau of Economic Research. Paper 4587. Online: <https://www.nber.org/papers/w4587> [abgefragt am: 17.06.2020].
- Caesar, R. (2011):** Eine eigene Steuer für die EU? München: Beck Verlag. Fachzeitschrift WiSt 40 (4), S. 165 (einseitiger Beitrag).
- Carey, M.; Prowse, S.; Rea, J. und Udell, G. (1993):** The Economics of the Private Placement Market. Board of Governors of the Federal Reserve System Washington D.C. Online: <https://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss166.pdf> [abgefragt am: 30.06.2020].
- Cecchetti, S. und Kharroubi, E. (2012):** Reassessing the impact of finance on growth. In: Bank for International Settlements (BIS) (Hrsg). Working Papers No 381. Basel. Online: <https://www.bis.org/publ/work381.pdf> [abgefragt am: 08.07.2020].
- Classen, C. (2015):** Kommentar zu Art. 114f AEUV. In: von der Groeben, H.; Schwarze, J. und Hatje, A. (Hrsg). Europäisches Unionsrecht. Vertrag über die Europäische Union - Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union – Charta der Grundrechte der Europäischen Union. 7. Auflage. Baden-Baden: Nomos Verlag.
- Coase, R. (1937):** The Nature of the Firm. Oxford: Blackwell Publishing. Fachzeitschrift *Economica* 4 (16), S. 386-405.
- Colneric, N. (2009):** Europäische Verfassung. HWP-EuP 2009. Online: [http://hwb-eup2009.mpipriv.de/index.php/Europ%C3%A4ische\\_Verfassung](http://hwb-eup2009.mpipriv.de/index.php/Europ%C3%A4ische_Verfassung) [abgefragt am: 15. Juli 2020].
- Cortez, B. und Vogel, T. (2013):** Der Richtlinienentwurf der Europäischen Kommission zur Einführung einer europäischen Finanztransaktionssteuer. München: Beck Verlag. Fachzeitschrift *DStR*, S. 999-1004.
- Crowdfunder (2018):** Crowdfunder Marktreport 2017 Deutschland. Berlin. Online: <https://www.crowdfunder.de/wp-content/uploads/2018/03/Crowdfunder-Marktreport-2017-Deutschland-crowdfunder.de-.pdf> [abgefragt am: 08.07.2020].

- Dabós, M. (2004):** Too Big to Fail in the Banking Industry: A survey. In: Gup, B. (Hrsg). Too Big to Fail: Policies and Practices in Government Bailouts. Westport: Praeger Publisher, S. 141-153.
- Dahm, J. (1996):** Banken im Spannungsfeld zwischen Staat und Kunden. München: Beck Verlag. Fachzeitschrift WM, S. 1285-1292.
- Dahm, J. und Hamacher, R. (2013):** Finanztransaktionssteuern anderer Länder – (taugliche) Muster für die grenzüberschreitende Steuererhebung? München: Beck Verlag. Fachzeitschrift IStR, S. 123-131.
- Demirguc-Kunt, A.; Feyen, E. und Levine, R. (2012):** THE EVOLVING IMPORTANCE OF BANKS AND SECURITIES MARKETS. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper 18004. Cambridge. Online: <https://www.nber.org/papers/w18004.pdf> [abgefragt am: 08.07.2020].
- Deutsche Börse Gruppe (2016):** Finanzbericht 2015. Frankfurt a.M. Online: [https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/resource/blob/144980/aab70ee2a39fc76da85227cfc65f79ea/data/Finanzbericht-2015\\_de.pdf](https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/resource/blob/144980/aab70ee2a39fc76da85227cfc65f79ea/data/Finanzbericht-2015_de.pdf) [abgefragt am: 03.06.2020].
- DPA (2014):** Börsensteuer füllt Schäuble die Kasse. Handelsblatt. Düsseldorf. Online: <http://www.handelsblatt.com/politik/international/milliarden-fuer-deutschen-fiskus-boersensteuer-fuellt-schaeuble-die-kasse/10667296.html> [abgefragt am: 29.06.2020].
- Duff, A. (1997):** The Treaty of Amsterdam. London: Federal Trust for Education & Research.
- Dürr, B. und Sickinger, M. (2019):** Neues zur Prospektverordnung - Änderung der inhaltlichen Vorgaben für Prospekte ab Juli 2019. Düsseldorf. Online: [https://www.heuking.de/fileadmin/DATEN/Dokumente/Vortraege/2019/MKK\\_Vortrag\\_Sicking\\_er\\_Duer\\_07-08.05.2019.pdf](https://www.heuking.de/fileadmin/DATEN/Dokumente/Vortraege/2019/MKK_Vortrag_Sicking_er_Duer_07-08.05.2019.pdf) [abgefragt am: 01.06.2020].
- EBA (2019):** Discussion Paper. Draft Report on STS Framework for Synthetic Securitisation Under Art. 45 of Regulation (EU) 2017/2402. Paris. Online: <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2963923/67358bc9-921d-49ec-86b6-144e90fa97b3/EBA%20Discussion%20Paper%20on%20STS%20syntehtic%20securitisation.pdf> [abgefragt am: 08.06.2020].
- Englisch, J. (2008):** Wettbewerbsgleichheit im grenzüberschreitenden Handel: mit Schlussfolgerungen für indirekte Steuern. Heidelberg: Mohr Siebeck Verlag.

**Einsele, D. (2012):** Internationales Prospekthaftungsrecht - Kollisionsrechtlicher Anlegerschutz nach der Rom II-Verordnung. München: Beck Verlag. Fachzeitschrift ZEuP, S. 23-46.

**ESMA (2020a):** SECURITISATION. Paris. Online: <https://www.esma.europa.eu/policy-activities/securitisation> [abgefragt am: 07.07.2020].

**ESMA (2020b):** Questions and Answers On the Securitisation Regulation. Paris. Online: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-128-563\\_questions\\_and\\_answers\\_on\\_securitisation.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma33-128-563_questions_and_answers_on_securitisation.pdf) [abgefragt am: 06.07.2020].

**ESRB (2014):** Is Europe Overbanked? Reports of the Advisory Scientific Committee No. 4. Frankfurt a.M. Online: [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports\\_ASC\\_4\\_1406.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports_ASC_4_1406.pdf) [abgefragt am: 08.07.2020].

**EuGH (1969):** Erich Stauder gegen Stadt Ulm, Sozialamt. Rechtssache 29/69. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:61969CJ0029&from=ET> [abgefragt am: 09.06.2020].

**EuGH (1985):** Procureur de la République gegen Association de défense des brûleurs d'huiles usagées (ADBHU). Rechtssache 240/83. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:61983CJ0240&from=DE> [abgefragt am: 15.06.2020].

**EuGH (2000):** Deutschland gegen Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union. Rechtssache 376/98. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:61998CJ0376&from=DE> [abgefragt am: 24.06.2020].

**EuGH (2002):** The Queen gegen Secretary of State for Health, ex parte: British American Tobacco (Investments) Ltd und Imperial Tobacco Ltd. Rechtssache C-491/01. Online: <http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=47582&pageIndex=0&doclang=DE&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=6554002> [abgefragt am: 24.06.2020].

**EuGH (2003a):** Eugen Schmidberger, Internationale Transporte und Planzüge, gegen Republik Österreich. Rechtssache C-112/00. Online: <http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf;jsessionid=A20419848BB4BE170E35146B60B3150E?text=&docid=47920&pageIndex=0&doclang=DE&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=6549144> [abgefragt am: 24.06.2020].

**EuGH (2003b):** Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Italienische Republik.  
Rechtssache C-388/01. Online: <http://curia.europa.eu/juris/showPdf.jsf?text=&docid=47975&pageIndex=0&doclang=DE&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=926098> [abgefragt am: 26.06.2020].

**EuGH (2005):** Finanzamt Heidelberg gegen ist internationale Sprach- und Studienreisen GmbH.  
Rechtssache 200/04. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:62004CJ0200&from=DE> [abgefragt am: 15.06.2020].

**EuGH (2011):** Air Transport Association of America, American Airlines Inc., Continental Airlines Inc., United Airlines Inc. gegen Secretary of State for Energy and Climate Change. Rechtssache C-366/10. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:62010CJ0366&from=DE> [abgefragt am: 29.06.2020].

**EuGH (2014a):** Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland gegen Rat der Europäischen Union. Rechtssache 209/13. Online: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?jsessionid=9ea7d2dc30d6d739937c76fd493191d1edae73d4e9ee.e34KaxiLc3qMb40Rch0SaxuObhn0?text=&docid=151529&pageIndex=0&doclang=DE&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=41935> [abgefragt am: 17.06.2020].

**EuGH (2014b):** Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland gegen Europäisches Parlament und Rat der Europäischen Union. Rechtssache C-270/12. Online: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=146621&pageIndex=0&doclang=DE&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=8331625> [abgefragt am: 08.07.2020].

**EuGH (2015):** Harald Kolassa gegen Barclays Bank plc. Rechtssache C-375/13. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:62013CJ0375&from=DE> [abgefragt am: 03.07.2020].

**EUR-Lex (2020):** Legal acts – statistics. Juli 2020. Online: <https://eur-lex.europa.eu/statistics/2019/legislative-acts-statistics.html> [abgefragt am: 17.07.2020].

**Eurostat (2020):** GDP and main components (output, expenditure and income). Online: <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00001&language=de> [abgefragt am: 19.06.2020]

**FCA (2014):** The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media Feedback to CP13/13 and final rules. Policy Statement PS14/4. London. Online: <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-04.pdf> [abgefragt am: 10.07.2020].



**FCA (2019)** - Financial Conduct Authority: FCA Handbook. PR 1.2 Requirement for a prospectus and exemptions. London. Online: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PR/1/2.html?date=2019-09-26> [abgefragt am: 10.07.2020].

**Financial Services and Markets Act 2000 (2020)**: Financial Services and Markets Act 2000. London. Online: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents> [abgefragt am: 10.07.2020].

**Finanzanlagenvermittlungsverordnung (FinVermV)**: Verordnung über die Finanzanlagenvermittlung (Finanzanlagenvermittlungsverordnung – FinVermV), BGBl. I 19/2012 i.d.F. 36/2019.

**Fischer zu Cramburg, R. (2010)**: Finanztransaktionssteuer: Europäisches Parlament lässt von der Kommission EU-weite Einführung prüfen. München: Beck Verlag. Fachzeitschrift NZG, S. 460-461.

**Fischer-Lescano, A. und Kommer, S. (2011)**: Verstärkte Zusammenarbeit in der EU. Friedrich-Ebert-Stiftung. Bonn. Online: <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08454.pdf> [abgefragt am: 15.07.2020].

**Flunker, A.; Schlösser, T. und Weber, A. (2018)**: Der neue europäische Rahmen für ABS-Transaktionen. Verbriefungsverordnung und CRR-Änderungen. Deloitte White Paper Nr. 81. Ohne Angabe des Erscheinungsorts. Online: [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/Deloitte\\_Der%20neue%20europ%C3%A4ische%20Rahmen%20f%C3%BCr%20ABS-Transaktionen.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/financial-services/Deloitte_Der%20neue%20europ%C3%A4ische%20Rahmen%20f%C3%BCr%20ABS-Transaktionen.pdf) [abgefragt am: 06.07.2020].

**Frey, J. und Bruhn, S. (2012)**: Die Finanztransaktionssteuer - Allheilmittel oder untauglicher Versuch? Frankfurt a.M.: dfv Mediengruppe. Fachzeitschrift Betriebs-Berater 29, S. 1763-1768.

**Friedman, M. (1970a)**: The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. The New York Times Magazine. New York. Online: <http://umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf> [abgefragt am: 17.06.2020].

**Friedman, M. (1970b)**: The Counter-Revolution in Monetary Theory. Institute of Economic Affairs (IEA) Occasional Paper Nr. 33. London. Online: [https://miltonfriedman.hoover.org/friedman\\_images/Collections/2016c21/IEA\\_1970.pdf](https://miltonfriedman.hoover.org/friedman_images/Collections/2016c21/IEA_1970.pdf) [abgefragt am: 10.07.2020].

**Friedman, M. (1993):** Why Government is the Problem. Public Policy Nr. 39. Stanford: Hoover Institution Press. Online: <https://www.hoover.org/sites/default/files/uploads/documents/friedman-government-problem-1993.pdf> [abgefragt am: 10.07.2020].

**Friedrich-Vache, H. (2006):** Plädoyer für die Abschaffung unechter Befreiungen im Finanzdienstleistungsbereich - Mit Ausnahme der Verwahrung im Einlagengeschäft. Köln: Dr. Otto Schmidt Verlag. Fachzeitschrift UR, S. 207-217.

**Frühauf, M. (2010):** Verbriefungen: Wertaufholung stützt Banken. Frankfurter Allgemeine Zeitung. Frankfurt a.M. Online: <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/verbriefungen-wertaufholung-stuetzt-banken-1636899.html> [abgefragt am 07.07.2020].

**FSA (2009):** Turner Review. London. Online: [http://www.actuaries.org/CTTEES\\_TFRISKCRISIS/Documents/turner\\_review.pdf](http://www.actuaries.org/CTTEES_TFRISKCRISIS/Documents/turner_review.pdf) [abgefragt am: 29.06.2020].

**Richter, R. und Furubotn, E. (2010):** Neue Institutionenökonomik: Eine Einführung und kritische Würdigung (Neue ökonomische Grundrisse). 4. Auflage. Heidelberg: Mohr Siebeck Verlag.

**Galbraith, J. (2005):** Der große Crash 1929: Ursachen, Verlauf, Folgen. München: FinanzBuch Verlag.

**Gaul, B. (2009):** Mitbestimmung. In: Henn, G.; Frodermann, J. und Jannott, D. (Hrsg). Handbuch des Aktienrechts. 9. Auflage. Heidelberg: C.F. Müller Verlag, S. 953-1003.

**Geiger, R. (2010):** Kommentar zu Art. 326, 330 AEUV. In: Geiger, R.; Khan, D.-E. und Kotzur, M. (Hrsg). EUV/AEUV - Vertrag über die Europäische Union und Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union. 5. Auflage. München: Beck Verlag.

**Gerardi, K.; Lehnert, A.; Sherland, S. und Willen, P. (2009):** Making Sense of the Subprime Crisis. Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 2009-2. Atlanta. Online: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70608/1/593853210.pdf> [abgefragt am: 23.06.2020].

**German Banking Industry Committee; Deutsche Kreditwirtschaft und True Sale International (2019):** Comments on EBA discussion paper on a STS framework for synthetic securitisations. Berlin. Online: [https://die-dk.de/media/files/GBIC\\_TSI\\_comments\\_on\\_a\\_STS\\_framework\\_for\\_synthetic\\_securitisations\\_Z9Yi3kx.pdf](https://die-dk.de/media/files/GBIC_TSI_comments_on_a_STS_framework_for_synthetic_securitisations_Z9Yi3kx.pdf) [abgefragt am: 08.07.2020].

**Gewerbeordnung (GewO):** BGBl. I 9/1999 i.d.F. 53/2021

**Greil, S. und Herden, E. (2010):** Die Eröffnungsgründe des Insolvenzverfahrens. Ohne Verlag, direkte Online-Veröffentlichung. Fachzeitschrift ZJS 6/2010, S. 690-693. Online: [https://www.zjs-online.com/dat/artikel/2010\\_6\\_392.pdf](https://www.zjs-online.com/dat/artikel/2010_6_392.pdf) [abgefragt am: 30.06.2020].

**Grieve, M. und Hildebrand, J. (2020):** „Wir werden die Wirtschaft nicht hängen lassen“. Interview mit Olaf Scholz, deutscher Finanzminister. Handelsblatt. Düsseldorf. Online: <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/finanzminister-zu-corona-hilfen-olaf-scholz-wir-werden-die-wirtschaft-nicht-haengen-lassen/25648762.html?ticket=ST-4603206-TG3PnJ1Jj1sZiZQyThSp-ap2> [abgefragt am: 30.06.2020].

**Haferkorn, M. und Zimmermann, K. (2013):** Securities Transaction Tax and Market Quality - The Case of France. EFMA 2013 Meetings (Reading) & 40th EFA Annual Meeting (Cambridge). Ohne Ortsangabe. Online: <https://www.efmaefm.org/0efmameetings/efma%20annual%20meetings/2013-Reading/papers/Securities%20Transaction%20Tax%20and%20Market%20Quality%20-%20The%20case%20of%20France.pdf> [abgefragt am: 22.06.2020]

**Hainz, C.; Hornuf, L. und Klöhn, L. (2016):** Praxiserfahrungen mit den durch das Kleinanlegerschutzgesetz vom 3.7.2015 eingeführten Befreiungsvorschriften in § 2a bis §2c Vermögensanlagegesetz. Abschlussbericht im Auftrag des Bundesministerium der Finanzen. Ohne Ortsangabe. Online: [https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationale\\_Finanzmarkt/Finanzmarktpolitik/2017-02-16-Gutachten-Langfassung.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=3](https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationale_Finanzmarkt/Finanzmarktpolitik/2017-02-16-Gutachten-Langfassung.pdf?__blob=publicationFile&v=3) [abgefragt am: 08.07.2020].

**Handelsgesetzbuch (HGB):** RGBl. 86/1897 i.d.F. BGBl. I 53/2021.

**Hanke, T.; Riedel, D.; Landgraf R.; Watzlawek G.; Panster G.; de la Motte, L. und Osman, Y. (2012):** Manhattan bläst zum Gegenangriff. Handelsblatt. Düsseldorf. Online: <http://www.handelsblatt.com/politik/international/finanztransaktionssteuer-14-000-euro-steuer-fuer-einen-durchschnittlichen-riestervertrag/6126660-4.html> [abgefragt am: 12.06.2020].

**Hatje, A. (2012):** Kommentar zu Art. 326, 333 AEUV. In: Schwarze, J. (Hrsg). EU-Kommentar. 3. Auflage. Baden-Baden: Nomos Verlag.

- Hauck, A. und Neyer, U. (2011):** Der Interbankenmarkt und das Liquiditätsmanagement des Eurosystems in der aktuellen Finanzkrise. In: Michler, A. und Smeets, H.-D. (Hrsg). Die aktuelle Finanzkrise: Bestandsaufnahme und Lehren für die Zukunft. Schriften zu Ordnungsfragen Band 93. Oldenburg: de Gruyter Verlag, S. 77-103.
- Heaton, J. und Lo, A. (1995):** Securities Transaction Taxes: What Would be Their Effects on Financial Markets and Institutions? In: Hammond, S. (Hrsg). Securities Transactions Taxes: False Hopes and Unintended Consequences. Chicago: Catalyst Institute, S. 58-109.
- Heintschel von Heinegg, W. (2012):** Kommentar zu Art. 333 AEUV. In: Heintschel von Heinegg, W. und Vedder, C. (Hrsg). Europäisches Unionsrecht. EUV, AEUV, Grundrechte-Charta. Baden-Baden: Nomos Verlag.
- Henry, A., Ramthun, C. und Welp, C. (2010):** Verursacher der Finanzkrise: Jagd auf Goldman Sachs, Deutsche Bank & Co. WirtschaftsWoche. Düsseldorf. Online: <https://www.wiwo.de/finanzen/verursacher-der-finanzkrise-jagd-auf-goldman-sachs-deutsche-bank-und-co-/5230226.html#:~:text=Verursacher%20der%20Finanzkrise%20Jagd%20auf%20Goldman%20Sachs%2C%20Deutsche%20Bank%20%26%20Co.&text=Die%20US%2DAufsicht%20SEC%20attackiert,auf%20Kosten%20der%20IKB%2DBank> [abgefragt am: 03.06.2020].
- Homburg, S. (2010):** Allgemeine Steuerlehre. 6. Auflage. München: Vahlen Verlag.
- Hüther, M.; Hafemann, K. und Mill, M. (2013):** Kein Wohlstand ohne Wachstum. In: Huncke, W.; Kerwer, J. und Röming, A. (Hrsg). Wege in die Nachhaltigkeit. Die Rolle von Medien, Politik und Wirtschaft bei der Gestaltung unserer Zukunft. Hessische Landeszentrale für Politische Bildung. Wiesbaden: Druck Dinges & Frick, S. 43-72.
- IGH (1955):** Nottebohm Entscheidung (Lichtenstein gegen Guatemala). Den Haag. Online: [http://www.worldcourts.com/icj/eng/decisions/1955.04.06\\_nottebohm.htm](http://www.worldcourts.com/icj/eng/decisions/1955.04.06_nottebohm.htm) [abgefragt am: 26.06.2020].
- Jannig, J. (1997):** Dynamik in der Zwangsjacke - Flexibilität in der Europäischen Union nach Amsterdam. Baden-Baden: Nomos Verlag. Fachzeitschrift Integration 20 (4), S. 285-291
- Juristischer Dienst der EU (2013):** OPINION OF THE LEGAL SERVICE. Proposal for a Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax (FTT) - Legality of the counterparty-based deemed establishment of financial institutions (Article 4(1) point f) of the proposal). 2013/0045 (CNS). Brüssel. Online: <https://legacy.dkcdn.nl/images/other/RvE-transactietaks-oordeel.pdf> [abgefragt am: 23.06.2020].

**Kamp, L. (2009):** Finanzkrise – Ursachen, Wirkungen, Rettungspakete und Regulierung – Langfassung. Hans-Böckler-Stiftung. Düsseldorf. Online: [https://www.kirchhoff.de/fileadmin/20\\_Download/2017-Studien/20171208\\_Kirchhoff\\_IPO-Studie.pdf](https://www.kirchhoff.de/fileadmin/20_Download/2017-Studien/20171208_Kirchhoff_IPO-Studie.pdf) [abgefragt am: 01.07.2020].

**Kapitalmarktgesetz (KMG):** Bundesgesetz über das öffentliche Anbieten von Wertpapieren und anderen Kapitalveranlagungen und über die Aufhebung des Wertpapier-Emissionsgesetzes (Kapitalmarktgesetz – KMG), BGBl. I 625/1991 i.d.F. 62/2019.

**Kaserer, C. und Rapp, S. (2014):** CAPITAL MARKETS AND ECONOMIC GROWTH. Long-Term Trends and Policy Challenges. Alternative Investment Management Association (AIMA) Research Report. London.

**Keynes, J.M. (1936):** The General Theory of Employment, Interest and Money. Nachdruck von 2008. New Delhi: Atlantic Publishers.

**Khan, D.-E. (2010):** Kommentar zu Art. 113 AEUV. In: Geiger, R.; Khan, D.-E. und Kotzur, M. (Hrsg). EUV/AEUV - Vertrag über die Europäische Union und Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union. 5. Auflage. München: Beck Verlag.

**Kingreen, T. (2011):** Kommentar zu Art. 28-30. In: Calliess, C. und Ruffert, M. (Hrsg). Das Verfassungsrecht der Europäischen Union mit Europäischer Grundrechtecharta. 4. Auflage. München: Beck Verlag.

**Kirchhoff (2017):** IPO-STUDIE 2017. Kirchhoff Consult AG. Hamburg. Online: [https://www.kirchhoff.de/fileadmin/20\\_Download/2017-Studien/20171208\\_Kirchhoff\\_IPO-Studie.pdf](https://www.kirchhoff.de/fileadmin/20_Download/2017-Studien/20171208_Kirchhoff_IPO-Studie.pdf) [abgefragt am: 08.07.2020].

**Klingner-Schmidt, U. (2009):** Außerbörsliche Finanztermingeschäfte (OTC-Derivate). In: Derleder, P.; Knops, K.-O. und Bamberger, H. (Hrsg). Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht. Heidelberg: Springer Verlag, S. 1639-1660.

**Klöhn, L. und Hornuf, L. (2015):** Die Regelung des Crowdfunding im Regierungsentwurf des Kleinanlegerschutzgesetzes. Düsseldorf: Handelsblatt Fachmedien. Fachzeitschrift DB 68 (1), S. 47-53.

**Klöhn, L. (2017):** Erfüllte Versprechen? Die Regulierung des Crowdfunding-Marktes zum Ende der 18. Legislaturperiode. Köln: RWS Verlag. Fachzeitschrift ZIP, S. 2125-2133.

**Kohl, H. und Chirac, J. (1996):** Schreiben an den amtierenden Vorsitzenden des Europäischen Rates und Ministerpräsidenten von Irland, John Bruton. Bulletin der Bundesregierung Nr. 102. Online: <https://www.bundesregierung.de/breg-de/service/bulletin/gemeinsame-botschaft-von-bundeskanzler-dr-helmut-kohl-und-dem-praesidenten-der-franzoesischen-republik-jacques-chirac-an-den-amtierenden-vorsitzenden-des-europaeischen-rates-und-ministerpraesidenten-von-irland-john-bruton-805944> [abgefragt am: 15.06.2020].

**Kommission (2008):** Vorfahrt für KMU in Europa. Der „Small Business Act“ für Europa. KOM(2008) 394 endgültig. Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52008DC0394&from=DE> [abgefragt am: 08.07.2020].

**Kommission (2010):** Commission Staff Working Document: Innovative financing at a global level. 2010/409/SEC final. Brüssel. Online: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/international/documents/innovative\\_financing\\_global\\_level\\_sec2010\\_409en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/international/documents/innovative_financing_global_level_sec2010_409en.pdf) [abgefragt am: 25.06.2020].

**Kommission (2011a):** Vorschlag für eine RICHTLINIE DES RATES über das gemeinsame Finanztransaktionssteuersystem und zur Änderung der Richtlinie 2008/7/EG. KOM(2011) 594 endgültig. Brüssel. Online: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2011/DE/1-2011-594-DE-F1-1.Pdf> [abgefragt am: 03.06.2020].

**Kommission (2011b):** Accompanying the document Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC. SEC (2011) 1103 final of 28 September 2011. Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SEC:2011:1103:FIN:EN:PDF> [abgefragt am: 12.06.2020].

**Kommission (2012):** Vorschlag für einen BESCHLUSS DES RATES über die Ermächtigung zu einer Verstärkten Zusammenarbeit im Bereich der Finanztransaktionssteuer. 2012/631/COM. Brüssel. Online: [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012PC0631R\(01\)&from=EN](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012PC0631R(01)&from=EN) [abgefragt am: 15.06.2020].

**Kommission (2013a):** Vorschlag für eine RICHTLINIE DES RATES über die Umsetzung einer Verstärkten Zusammenarbeit im Bereich der Finanztransaktionssteuer. COM(2013) 71 final. Brüssel. Online: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2013/DE/1-2013-71-DE-F1-1.Pdf> [abgefragt am: 03.06.2020].

**Kommission (2013b):** COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT IMPACT ASSESSMENT. Accompanying the document Proposal for a COUNCIL DIRECTIVE implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax. Analysis of policy options and impacts.

SWD(2013) 28 final. Brüssel. Online:  
[https://ec.europa.eu/taxation\\_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/swd\\_2013\\_28\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/swd_2013_28_en.pdf) [abgefragt am: 19.06.2020].

**Kommission (2013c):** CONSULTATION DOCUMENT Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action. Brüssel. Online:  
[http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf) [abgefragt am: 30.06.2020].

**Kommission (2013d):** ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN. ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG. Begleitunterlage zum Vorschlag für eine RICHTLINIE DES RATES zur Umsetzung der Verstärkten Zusammenarbeit im Bereich der Finanztransaktionssteuer. SWD(2013) 29 final. Brüssel. Online:  
[https://www.cep.eu/fileadmin/user\\_upload/cep.eu/Analysen/COM\\_2013\\_71\\_Finanztransaktionssteuer/Zusammenfassung\\_der\\_Folgenabschaetzung\\_SWD\\_2013\\_29.pdf](https://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/cep.eu/Analysen/COM_2013_71_Finanztransaktionssteuer/Zusammenfassung_der_Folgenabschaetzung_SWD_2013_29.pdf) [abgefragt am: 15.07.2020].

**Kommission (2014):** Presentation: Implementing enhanced cooperation in the area of Financial Transaction Tax (FTT). Brüssel. Online:  
[https://ec.europa.eu/taxation\\_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/other\\_taxes/financial\\_sector/ftt\\_under\\_ec\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/other_taxes/financial_sector/ftt_under_ec_en.pdf) [abgefragt am: 13.07.2020].

**Kommission (2015a):** GRÜNBUCH - Schaffung einer Kapitalmarktunion. COM(2015) 63 final. Brüssel. Online:  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=LV> [abgefragt am: 03.6.2020].

**Kommission (2015b):** MITTEILUNG DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT, DEN RAT, DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS UND DEN AUSSCHUSS DER REGIONEN. Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion. COM(2015) 468 final. Brüssel. Online:  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN> [abgefragt am: 30.06.2020].

**Kommission (2016a):** COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT. Crowdfunding in the EU Capital Markets Union. SWD(2016) 154 final. Brüssel. Online:  
[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/crowdfunding-report-03052016\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf) [abgefragt am: 08.07.2020].

**Kommission (2016b):** Der Vertrag von Lissabon und die Steuergesetzgebung der EU. Brüssel. Online:  
[https://ec.europa.eu/taxation\\_customs/general-information-taxation/eu-tax-policy-strategy/lisbon-treaty-tax-legislation-eu\\_de](https://ec.europa.eu/taxation_customs/general-information-taxation/eu-tax-policy-strategy/lisbon-treaty-tax-legislation-eu_de) [abgefragt am: 15.07.2020].

**Kommission (2017):** Consultation on the Review of the Prospectus Directive. Brüssel. Online: [https://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/index\\_en.htm](https://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/index_en.htm) [abgefragt am: 01.07.2020].

**Kreditwesengesetz (KWG):** Gesetz über das Kreditwesen, BGBl. I 62/1998 i.d.F. 53/2021.

**Kroll-Ludwigs, K. und Ludwigs, M. (2009):** Die richtlinienkonforme Rechtsfortbildung im Gesamtsystem der Richtlinienwirkungen. Zugleich Besprechung von BGH, Urt. v. 26.11.2008 – VIII ZR 200/05. Ohne Verlag, direkte Online-Veröffentlichung. Fachzeitschrift ZJS 02/2009, S. 123-130. Online: [https://www.zjs-online.com/dat/ausgabe/2009\\_2.pdf](https://www.zjs-online.com/dat/ausgabe/2009_2.pdf) [abgefragt am: 01.07.2020].

**Kruse, S. (2014):** Aktien-, Zins- und Währungsderivate. Märkte, Einsatzmöglichkeiten, Bewertung und Risikoanalyse. Wiesbaden: Springer Gabler.

**Kumpan, C. (2016):** Die Europäische Kapitalmarktunion und ihr Fokus auf kleinere und mittlere Unternehmen. Berlin: de Gruyter. Fachzeitschrift ZGR 1/2016, S. 2-35.

**Langer, G. (2018):** The Importance of Probability-Based Sampling Methods for Drawing Valid Inferences. In: Vannette, D. und Krosnick, J. (Hrsg). The Palgrave Handbook of Survey Research. London: Palgrave Macmillan, S. 7-12.

**Lappas, M. und Ruckes, A. (2013a):** Finanztransaktionssteuern – EU-FTT ante portas. München: Beck Verlag. Fachzeitschrift IStR, S. 255-260.

**Lappas, M. und Ruckes, A. (2013b):** Finanztransaktionssteuern – quo vadis? München: Beck Verlag. Fachzeitschrift IStR, S. 117-122.

**Larenz, K. und Canaris C.-W. (1995):** Methodenlehre der Rechtswissenschaft. 3. Auflage. Heidelberg: Springer-Verlag.

**Law Society of England and Wales (2013):** European brief. Financial Transaction Tax. Westminster. Ohne Verlagsangabe.

**Lee, P. (2016):** Access To Capital or Just More Blues? Issuer Decision-Making Post SEC Crowdfunding Regulation. Ohne Verlag, direkte Online-Veröffentlichung. The Tennessee Journal of Business Law vol.18, S. 19-79. Online: <https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1375&context=transactions> [abgefragt am: 09.07.2020].



- Lehmann, M. (2012):** Vorschlag für eine Reform der Rom II-Verordnung im Bereich der Finanzmarktdelikte. Bielefeld: Verlag Ernst und Werner Giesecking. Fachzeitschrift IPRax, S. 399-405.
- Leue, V. (2018):** Eine Bankenpleite mit weltweiten Auswirkungen. Deutschlandfunk. Berlin. Online: [https://www.deutschlandfunk.de/beginn-der-finanzkrise-vor-zehn-jahren-eine-bankenpleite.724.de.html?dram:article\\_id=428212](https://www.deutschlandfunk.de/beginn-der-finanzkrise-vor-zehn-jahren-eine-bankenpleite.724.de.html?dram:article_id=428212) [abgefragt am: 30.06.2020].
- Lewinski, M. von (2006):** Wie einsam bleibt der Mensch? Berlin: Pro Business Verlag.
- Li, H.; Tang, M.; Shang, W. und Wang, S. (2013):** Securities Transaction Tax and Stock Market Behavior in an Agent-based Financial Market Model. Amsterdam: Elsevier Verlag. Procedia Computer Science 18 (2013), S- 1764-1773.
- Liepe, J.; Pielka, H. and Malaviya, N. (2013):** Der aktuelle Richtlinienentwurf zur Finanztransaktionssteuer im Lichte des europäischen Rechts. München: Beck Verlag. Fachzeitschrift WM, S. 1344-1351.
- Mann, F. (1929):** Deutsche Finanzwirtschaft. Jena: Fischer Verlag.
- Maunz, S. (2010):** Das Risiko der Unvereinbarkeit. Süddeutsche Zeitung. München. Online: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/finanztransaktionssteuer-europaweit-oder-gar-nicht-1.946597-2> [abgefragt am: 24.06.2020].
- Mayer, F. und Heidfeld, C. (2011):** Europarechtliche Aspekte einer Finanztransaktionssteuer. München: Beck Verlag. Fachzeitschrift EuZW, S. 373-378.
- Meyer, S.; Wagener, M. und Weinhardt, C. (2013):** Politically Motivated Taxes in Financial Markets: The Case of the French Financial Transaction Tax. Heidelberg: Springer-Verlag. Fachzeitschrift Journal of Financial Services Research, S. 177-202.
- Michels, R. und Hoffmann, V. (2018):** Alternative Form der Kapitalbeschaffung. Börsen-Zeitung. Frankfurt a.M., 27. November 2018. Online: <https://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=1&artid=2018228802> [abgefragt am: 10.07.2020].
- Mill, J. (1859):** On Liberty. Nachdruck von 2001. Ontario: Batoche Books Limited.

- Minsky, H. (1986):** Global Consequences of Financial Deregulation. Ohne Ortsangabe: Hyman P. Minsky Archive. Paper on International Finance No. 386. Online: [https://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1377&context=hm\\_archive](https://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1377&context=hm_archive) [abgefragt am: 10.07.2020]
- Möstl, M. (2012):** Grenzen der Rechtsangleichung im europäischen Binnenmarkt - Kompetenzielle, grundfreiheitliche und grundrechtliche Schranken des Gemeinschaftsgesetzgebers. Baden-Baden: Nomos Verlag. Fachzeitschrift EuR, S. 318-325.
- Müller, P. (1970):** Deutsche Steuerhoheit über ausländische Tochtergesellschaften, eine völkerrechtliche Untersuchung zu § 15 Abs. II StAnpG. Herne/Berlin: Verlag Neue Wirtschafts-Briefe.
- Müller, H. (2020):** 10 Jahre nach der Pleite: Der Krisen Knick - wie Lehman die Welt verändert hat. manager magazin. Hamburg. Online: <https://www.manager-magazin.de/lifestyle/mode/lehman-brothers-pleite-a-1227186.html> [abgefragt am: 03.06.2020].
- Nißl, S. (2011):** Die Sprachenfrage in der Europäischen Union. Möglichkeiten und Grenzen einer Sprachenpolitik für Europa. München: utzverlag GmbH.
- Open Europe (2014):** Swedish and Dutch patience running out over proposed FTT? London. Online: <http://openeuropeblog.blogspot.co.uk/2014/05/swedish-and-dutch-patience-running-out.html> [abgefragt am: 12.06.2020].
- Oppermann, T.; Classen, C. und Nettesheim, M. (2018):** Europarecht. 8. Auflage. München: Beck Verlag.
- ORF (2015):** Mindestens 250 Mio. durch Börsensteuer. ORF.at. Wien, 11. September 2015. Aufrufbar unter: <http://orf.at/stories/2298328/> [Aufgerufen am 10. Juli 2020].
- Palley, T. (2003):** The Economic Case for the Tobin Tax. In: Weaver, J.; Randall, D. und Baker, J. (Hrsg). Debating the Tobin Tax - New Rules for Global Finance. Washington DC: New Rules for Global Finance Coalition, S. 5-27.
- Pape, U. (2008):** Grundlagen der Finanzierung und Investition: Mit Fallbeispielen und Übungen. 3. Auflage. Berlin: de Gruyter Verlag.
- Parlament (2012):** Economics committee to vote on financial transaction tax on Wednesday. Brüssel. Online:

<https://www.europarl.europa.eu/news/en/headlines/economy/20120316STO41072/economic-s-committee-to-vote-on-financial-transaction-tax-on-wednesday> [abgefragt am: 03.06.2020].

**Parlament (2020):** Finanzdienstleistungspolitik. Brüssel. Online: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/de/sheet/83/finanzdienstleistungspolitik> [abgefragt am: 14.07.2020].

**Parlament und Rat (2003):** RICHTLINIE 2003/71/EG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG. Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0071&from=EN> [abgefragt am: 01.07.2020].

**Parlament und Rat (2007):** VERORDNUNG (EG) Nr. 864/2007 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 11. Juli 2007 über das auf außervertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht („Rom II“). Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32007R0864&from=DE> [abgefragt am: 03.07.2020].

**Parlament und Rat (2010a):** RICHTLINIE 2010/73/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 24. November 2010 zur Änderung der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind. Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010L0073&from=LV> [abgefragt am: 01.07.2020].

**Parlament und Rat (2010b):** VERORDNUNG (EU) Nr. 1095/2010 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission. Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010R1095&from=DE> [abgefragt am: 06.07.2020].

**Parlament und Rat (2012):** VERORDNUNG (EU) Nr. 648/2012 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister. Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0648&from=DE> [abgefragt am: 07.07.2020].

**Parlament und Rat (2014):** RICHTLINIE 2014/65/EU DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien

2002/92/EG und 2011/61/EU. Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=DE> [abgefragt am: 01.07.2020].

**Parlament und Rat (2017a):** VERORDNUNG (EU) 2017/1129 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG. Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129&from=DE> [abgefragt am: 30.06.2020].

**Parlament und Rat (2017b):** VERORDNUNG (EU) 2017/2402 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 12. Dezember 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012. Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R2402&from=DE> [abgefragt am: 03.06.2020].

**Pastor, R. (1987):** Latin America's Debt Crisis: Adjusting to the Past or Planning for the Future? Boulder: Lynne Rienner Publishers.

**Paul, S. und Frank, R. (2015):** Asset Backed Securities (ABS). Ohne Verlag, direkte Online-Veröffentlichung. Fachzeitschrift DVFA Kompendium II (2), S. 1-9. Online: [https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Publikationen/DVFA-Kompendium/DVFA\\_Kompendium\\_ABS.pdf](https://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Publikationen/DVFA-Kompendium/DVFA_Kompendium_ABS.pdf) [abgefragt am: 01.07.2020].

**Perler, D. (2012):** Wissen und Gewissheit. Skeptische Debatten im Mittelalter. 2 Auflage. Frankfurt a.M.: Vittorio Klostermann GmbH.

**Persaud, A. (2008):** The Inappropriateness of Financial Regulation. In: Felton, A. und Reinhart, C. (Hrsg.). The First Global Financial Crisis of the 21st Century. London: CEPR, S. 156-158.

**Persaud, A. (2012):** The Economic Consequences of the EU Proposal for a Financial Transaction Tax. Intelligence Capital Limited. Ohne Ortsangabe. Online: <https://www.robinhoodtax.org.uk/sites/default/files/The%20Economic%20Consequences%20of%20the%20EU%20Proposal%20for%20a%20Financial%20Transaction%20Tax.pdf> [abgefragt am: 12.06.2020].

**Pesendorfer, D. (2013):** Financial Taxes and the Sand in the Wheels of Financialization: Legal Challenges for the EU Directive Implementing Enhanced Cooperation in the Area of Financial Transaction Tax. Berlin: de Gruyter. Fachzeitschrift ERPL 25 (2), S. 619-652.

**Pesendorfer, D. (2015a):** Capital Markets Union and ending short-termism: lessons from the European Commission's public consultation. Abingdon: Routledge. Fachzeitschrift Law and Financial Markets Review 9 (3), S. 202-209.

**Pesendorfer, D. (2015b):** EU Capital Markets Union: tensions, conflicts, flaws. In: Dorn, N. (Hrsg). Controlling Capital: Public and Private Regulation of Financial Markets. Abingdon: Routledge, S. 41-57.

**Peters, S. (2012):** Gut beraten durch die Promotion. Wiesbaden: Gabler Verlag.

**Petersen, H.-G. (2006):** Europäischer Steuerwettbewerb und wirtschaftliches Wachstum: Herausforderungen für Deutschland. In: Hasse, R. und Perschutter, G. (Hrsg). Europäische Union - Ökonomie, Institutionen und Politik. Bern: Haupt Verlag, S. 37-70.

**Pfadenhauer, M. (2007):** Das Experteninterview. In: Buber, R. und Holzmüller, H. (Hrsg). Qualitative Marktforschung. Wiesbaden: Gabler Verlag, S. 449-461.

**Plumpe, W. (2015):** »Ölkrise« und wirtschaftlicher Strukturwandel. Die bundesdeutsche Wirtschaft im Zeichen von Normalisierung und Globalisierung während der 1970er Jahre. In: Gallus, A.; Schildt, A. und Siegfried, D. (Hrsg). Deutsche Zeitgeschichte – transnational. Göttingen: Wallstein Verlag, S. 101-123.

**Pooler, M. (2014):** New York and London vie for crown of world's top financial centre. Financial Times. London. Online: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b388de4c-174b-11e4-87c0-00144feabdc0.html?siteedition=uk#axzz3OzLC57Ey> [abgefragt am: 12.06.2020].

**Rat (1967):** ERSTE RICHTLINIE DES RATES zur Harmonisierung der Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten über die Umsatzsteuer. 67/227/EWG. Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:31967L0227&from=DE> [abgefragt am: 25.06.2020].

**Rat (1969):** RICHTLINIE DES RATES betreffend die indirekten Steuern auf die Ansammlung von Kapital. 69/335/EWG. Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1969L0335:19850617:DE:PDF> [abgefragt am: 24.06.2020].

**Rat (2000):** VERORDNUNG (EG) Nr. 44/2001 DES RATES vom 22. Dezember 2000 über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und

Handelssachen. Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32001R0044&from=DE> [abgefragt am: 03.07.2020].

**Rat (2006):** RICHTLINIE DES RATES über das gemeinsame Mehrwertsteuersystem. 2006/112/EG. Brüssel, 28. November 2006. Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:347:0001:0118:de:PDF> [abgefragt am: 25.06.2020].

**Rat (2008):** RICHTLINIE DES RATES betreffend die indirekten Steuern auf die Ansammlung von Kapital. 2008/7/EG. Brüssel. Online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32008L0007&from=EN> [abgefragt am: 23.06.2020].

**Rat (2013):** Beschluss des Rates vom 22. Januar 2013 über die Ermächtigung zu einer Verstärkten Zusammenarbeit im Bereich der Finanztransaktionssteuer. 2013/52/EU. Brüssel. Online: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013D0052&from=EN> [abgefragt am: 24.06.2020].

**Richman, B. und Macher, J. (2008):** Transaction Cost Economics: An Assessment of Empirical Research in the Social Sciences. Cambridge: Cambridge University Press. Fachzeitschrift Business and Politics 10 (1), S. 1-63. Online: [https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=2287&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=2287&context=faculty_scholarship) [abgefragt am: 13.07.2020].

**Ricken, S. (2007):** Kreditrisikotransfer europäischer Banken. Theoretische Begründungsansätze und ihre kapitalmarktempirische Überprüfung anhand von Verbriefungstransaktionen. Frankfurt a.M.: Frankfurt School Verlag.

**Ricken, S. (2008):** Verbriefung von Krediten und Forderungen in Deutschland. Hans-Böckler-Stiftung, edition 213. Düsseldorf: Verlag Setzkasten.

**Ritzer, C. und Ruttloff, M. (2006):** Die Kontrolle des Subsidiaritätsprinzips: Geltende Rechtslage und Reformperspektiven. Baden-Baden: Nomos Verlag. Fachzeitschrift EuR, S. 116-137.

**Savigny, C. von (1840):** System des heutigen Römischen Rechts. Vol. 1. Berlin: Veit und Camp Verlag. Online: <https://archive.org/stream/systemdesheutige01saviuoft#page/212/mode/2up> [abgefragt am: 05.06.2020].

**Schäfer, D. (2015):** Fiskalische und ökonomische Auswirkungen einer eingeschränkten Finanztransaktionssteuer. Gutachten. Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung Berlin. Berlin.

Online: [https://www.spdfraktion.de/system/files/documents/gutachten\\_fts-2015\\_feb18-final.pdf](https://www.spdfraktion.de/system/files/documents/gutachten_fts-2015_feb18-final.pdf) [abgefragt am: 22.06.2020].

**Schäfer, D. (2017):** Geborgtes Vertrauen auch nach zehn Jahren Dauerfinanzkrise. Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) WOCHENBERICHT NR. 32+33/2017. Berlin. Online: [https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw\\_01.c.563108.de/17-32-3.pdf](https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.563108.de/17-32-3.pdf) [abgefragt am: 21.07.2020].

**Schmidt, J. (2015):** Das Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion: EU-Kapitalmarkt 4.0? Köln: Dr. Otto Schmidt Verlag. Fachzeitschrift GPR 12 (3), S. 129-136.

**Schmitt, C. (2010):** Die kollisionsrechtliche Anknüpfung der Prospekthaftung im System der Rom II-Verordnung. München: Beck Verlag. Fachzeitschrift BKR, S. 366-371.

**Schmitt, C., Bhatti, J. und Storck, C. (2019):** Die neue europäische Prospekt-Verordnung - ein großer Wurf? München: Beck Verlag. Fachzeitschrift ZEuP, S. 287-314.

**Schmitt, J. (2018):** Neue Prospektverordnung: Weniger Aufwand für Unternehmen. Markt und Mittelstand. Ausgabe 12/2017 – 01/2018. München. Online: <https://www.marktundmittelstand.de/finanzierung/neue-prospektverordnung-weniger-aufwand-fuer-unternehmen-1263531/> [abgefragt am: 03.07.2020].

**Schneeweiss, Z. und Buergin, R. (2014):** Austria Won't Accept Fig-Leaf Financial-Transaction Tax. Bloomberg. New York. Online: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-09-13/austria-won-t-accept-fig-leaf-financial-transaction-tax> [abgefragt am: 18.06.2020].

**Schratzenstaller, M. (2017):** Warum eine EU-weite Finanztransaktionssteuer überfällig ist. Österreichische Gesellschaft für Europapolitik, Policy Brief 02'2017. Wien. Online: [https://oegfe.at/wordpress/wp-content/uploads/2017/01/OEGfE\\_Policy\\_Brief-2017.02.pdf](https://oegfe.at/wordpress/wp-content/uploads/2017/01/OEGfE_Policy_Brief-2017.02.pdf) [abgefragt am: 22.06.2020].

**Schulmeister, S. (2009):** Eine generelle Finanztransaktionssteuer: Konzept, Begründung, Auswirkungen. WIFO Working Papers, Nr.352. Wien.

**Schulmeister, S. (2014):** Die vernünftigste Steuer in diesen Zeiten. LE MONDE diplomatique (Deutsche Ausgabe) 20 (12). Berlin.

**Schulmeister, S. (2018):** From Prosperity into the Crisis and Back On the Role of Economic Theories in the Long Cycle. WIFO Working Papers, Nr. 571. Wien.

- SEC (2015):** SEC Adopts Rules to Permit Crowdfunding. Washington D.C. Online: <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.htm> [abgefragt am: 09.07.2020].
- Sester, P. (2012):** Finanztransaktionssteuer und Finanzmarktstabilität. München: Beck Verlag. Fachzeitschrift WM, S. 529-537.
- Shiller, R. (2002):** The Irrationality of Markets. Abingdon: Routledge. The Journal of Psychology and Financial Markets 3 (2), S. 87-93.
- Shiller, R. (2012):** The Subprime Solution - How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It. Princeton: Princeton University Press.
- Siegle-Hartwig, E. (2013):** Richtlinienvorschlag der EU-Kommission zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer. München: Beck Verlag. Fachzeitschrift IStR, S. 441-449.
- Sieling, C. (2012):** Finanztransaktionssteuer: Sinnvoll, Machbar, Überfällig. Friedrich-Ebert-Stiftung. Bonn. Online: <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08957.pdf> [abgefragt am: 12.06.2020].
- Söhn, H. (1996):** Die Umsatzsteuer als indirekte, allgemeine Verbrauchsteuer. Köln: Dr. Otto Schmidt Verlag. Fachzeitschrift StuW 1996, S. 165-168.
- Sommer, R. (2012):** Die Subprime-Krise in den Vereinigten Staaten. bpb - Bundeszentrale für politische Bildung. Bonn. Online: <https://www.bpb.de/politik/wirtschaft/finanzmaerkte/55766/subprime-krise> [abgefragt am: 23.06.2020].
- Spindler, J. (1960):** Geldmarkt. Kapitalmarkt. Internationale Kreditmärkte. Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag.
- Statista (2020):** Weltweites Bruttoinlandsprodukt (BIP) in jeweiligen Preisen von 1980 bis 2019 und Prognosen bis 2025. Online: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/159798/umfrage/entwicklung-des-bip-bruttoinlandsprodukt-weltweit/> [abgefragt am: 19.06.2020].
- StIGH (1927):** Lotus Entscheidung (Frankreich gegen Türkei). Den Haag. Online: [http://www.worldcourts.com/pcij/eng/decisions/1927.09.07\\_lotus.htm](http://www.worldcourts.com/pcij/eng/decisions/1927.09.07_lotus.htm) [abgefragt am: 26.06.2020].



- Stiglitz, J. (1989):** Using Tax Policy to Curb Speculative Short-term Trading. Heidelberg: Springer-Verlag. Fachzeitschrift Journal of Financial Services Research, S. 101-115.
- Subbarao, D. (2012):** Financial regulation for growth, equity and stability in the postcrisis world. In: Bank for International Settlements (BIS). Financial sector regulation for growth, equity and stability. BIS Paper No 62. Basel.
- Summers, L. und Summers, V. (1989):** When Financial Markets Work Too Well. A Cautious Case for a Securities Transactions Tax. Heidelberg: Springer-Verlag. Fachzeitschrift Journal of Financial Services Research, S. 261-286.
- Taleb, N. (2008.):** Der Schwarze Schwan: Die Macht höchst unwahrscheinlicher Ereignisse. München: Hanser Verlag.
- Terrones, M.; Alasdair, S. und Prakash, K. (2009):** Global Recession to Be Long, Deep with Slow Recovery. IMF Survey Magazine. Washington D.C.
- Thym, D. (2004):** Ungleichzeitigkeit und europäisches Verfassungsrecht. Baden-Baden: Nomos Verlag.
- Tietje, C.; Bering, J. und Zuber, T. (2014):** Völker- und europarechtliche Zulässigkeit extraterritorialer Anknüpfung einer Finanztransaktionssteuer. Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, April. Nr.129. Halle. Online: <http://telc.jura.uni-halle.de/sites/default/files/Heft%20129.pdf> [abgefragt am: 13.07.2020].
- The Financial Crisis Inquiry Commission (2011):** THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY REPORT. Januar 2011. Washington D.C. Online: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf> [abgefragt am: 03.06.2020].
- Tobin, J. (1978):** A Proposal for International Monetary Reform. London: Palgrave Macmillan. Fachzeitschrift Eastern Economic Journal Vol. 4, S. 153-159.
- TSI (2020):** ABS Markt in Deutschland – Qualität mit Nutzungspotential. Frankfurt a.M. Online: <https://www.true-sale-international.de/research/abs-markt-in-deutschland/> [abgefragt am: 07.07.2020].
- Umlauf, S. (1993):** Transaction taxes and the behavior of the Swedish stock market. Amsterdam: Elsevier Verlag. Fachzeitschrift Journal of Financial Economics 33 (2), S. 227-240.

**Umsatzsteuergesetz (UStG):** BGBl. I 13/2005 i.d.F. 86/2021.

**US Congress (2012):** JUMPSTART OUR BUSINESS STARTUPS ACT. PUBLIC LAW 112–106. Washington D.C. Online: <https://www.congress.gov/112/plaws/publ106/PLAW-112publ106.pdf> [abgefragt am: 09.07.2020].

**Vermögensanlagegesetz (VermAnlG):** Gesetz über Vermögensanlagen, BGBl. I 63/2011 i.d.F. 53/2021.

**Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV):** Amtsblatt der Europäischen Union C 326/47. Online: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12012E/TXT:de:PDF> [abgefragt am: 14.03.2022]

**Vertrag über die Europäische Union (EUV):** Amtsblatt der Europäischen Union C 326/13. Online: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:2bf140bf-a3f8-4ab2-b506-fd71826e6da6.0020.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:2bf140bf-a3f8-4ab2-b506-fd71826e6da6.0020.02/DOC_1&format=PDF) [abgefragt am: 14.03.2022].

**Vocke, W. (1866):** Geschichte der Steuern des britischen Reichs: Ein finanzgeschichtlicher Versuch. Leipzig: Verlag von Arthur Felix.

**Vogel, D. und Swinnen, J. (2011):** Transatlantic Regulatory Cooperation: The Shifting Roles of the EU, the US and California. Cheltenham: Edgar Elgar Publishing.

**Vogel, K. (2008):** Vorwort. In: Vogel, K. und Lehner, M. (Hrsg). Doppelbesteuerungsabkommen: DBA. 5. Auflage. München: Beck Verlag.

**Vogt, E. (2019):** Ausländische Dividenden versteuern. Deutsche Börse. Frankfurt a.M. Online: <https://www.boerse-frankfurt.de/en/wissen/handeln/auslaendische-dividenden-versteuern> [abgefragt am: 15.01.2022].

**Waldbröl, S. (2018):** Der Verbriefungsmarkt 2018 – Gute Stimmung trotz anhaltender Skepsis? Pricewaterhouse Coopers (PwC). Frankfurt a.M. Online: <https://www.pwclegal.de/blog/der-verbiefungsmarkt-2018-gute-stimmung-trotz-anhaltender-skepsis/> [abgefragt am: 07.07.2020].

**Watson, G. (1993):** The Passive Personality Principle. Austin: University of Texas Law Publications. Fachzeitschrift Texas International Law Journal 28, S. 1-46.

**Wernsmann, R. und Zirkl, C. (2013):** Die Regelungskompetenz der EU für eine Finanztransaktionssteuer. München: Beck Verlag. Fachzeitschrift EuZW 2014, S. 167-172.

**Wertpapierhandelsgesetz (WpHG):** Gesetz über den Wertpapierhandel, BGBl. 62/1998 i.d.F. 53/2021.

**Wertpapierprospektgesetz (WpPG):** Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist (Wertpapierprospektgesetz – WpPG), BGBl. I 36/2005 i.d.F. 43/2021.

**Wessels, W. (2011):** Das Politische System Der Europäischen Union. 2. Auflage. Heidelberg: Springer-Verlag.

**Westerhoff, F. und Dieci, R. (2006):** The effectiveness of Keynes-Tobin transaction taxes when heterogeneous agents can trade in different markets: A behavioral finance approach. Amsterdam: Elsevier Verlag. Fachzeitschrift Journal of Economic Dynamics and Control 30 (2), S. 293-322.

**Wilk, C. (2017):** EU-Prospektverordnung im Amtsblatt veröffentlicht. beck-community. München. Online: <https://community.beck.de/2017/07/07/eu-prospektverordnung-im-amtsblatt-veroeffentlicht> [abgefragt am: 01.07.2020].

**Williams, J. (2015):** Launching FTT 'contradicts' goal of capital markets union. IPE. London. Online: <http://www.ipe.com/news/regulation/launching-fft-contradicts-goal-of-capital-markets-union/10008105.fullarticle> [abgefragt am: 03.07.2020].

**Willnow, J. (1996):** Derivative Finanzinstrumente: Vom Europäischen zum Exotischen. Wiesbaden: Gabler Verlag.

**Zhang, B.; Ziegler, T.; Mammadova, L.; Johanson, D.; Gray, M. und Yerolemou, N. (2018):** THE 5TH UK ALTERNATIVE FINANCE INDUSTRY REPORT. The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF) of the University of Cambridge. Cambridge. Online: [https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-5th-uk-alternative-finance-industry-report.pdf](https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-5th-uk-alternative-finance-industry-report.pdf) [abgefragt am: 09.07.2020].

## 19.2 Abbildungsverzeichnis

|   |     |
|---|-----|
| Abbildung 1: Aufbau der Arbeit (Quelle: Eigene Darstellung nach Peters, 2012, S. 60). .....   | 17  |
| Abbildung 2: Entwicklung des Aktienmarkts (Quelle: Eigene Darstellung nach bpb, 2019, <a href="https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52590/aktien">https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52590/aktien</a> [abgefragt am: 18.06.2020]). .....  | 61  |
| Abbildung 3: Entwicklung des Anleihenmarkts (Quelle: Eigene Darstellung nach bpb, 2017a, <a href="https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52599/anleihen">https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52599/anleihen</a> [abgefragt am: 18.06.2020]). .....   | 63  |
| Abbildung 4: Entwicklung des Derivatenmarkts (Quelle: Eigene Darstellung nach bpb, 2017b, <a href="https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52602/finanzderivate">https://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52602/finanzderivate</a> [abgefragt am: 18.06.2020]). .....  | 65  |
| Abbildung 5: Vorschlag eines Verteilungsschlüssels für Steuereinnahmen – Ermittelte Verteilungsschlüssel auf Basis der nominellen BIPs der EU FTS einführenden Mitgliedstaaten 2018 (Quelle: Eigene Darstellung und eigene Ableitung unter Verwendung von BIP-Informationen von Eurostat, 2020, <a href="https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&amp;plugin=1&amp;pcode=tec00001&amp;language=de">https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&amp;plugin=1&amp;pcode=tec00001&amp;language=de</a> [abgefragt am 19.06.2020]). .....   | 72  |
| Abbildung 6: EU Mitgliedstaaten mit und ohne nationale Finanzsteuern (Quelle: Eigene Darstellung). .....  | 79  |
| Abbildung 7: Ausblick auf die Finanzsteuersituation innerhalb des EU Raumes nach Einführung der EU FTS (Quelle: Eigene Darstellung). .....  | 80  |
| Abbildung 8: Hierarchie Darstellung der Kapitalmärkte (Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Informationen von Spindler, 1960, S. 32ff; Kruse, 2014, S. 66; BaFin, 2014, <a href="https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Investieren/GrauerKapitalmarkt/grauer_kapitalmarkt_node.html">https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Investieren/GrauerKapitalmarkt/grauer_kapitalmarkt_node.html</a> [abgefragt am: 30.06.2020]). .....  | 139 |
| Abbildung 9: Struktur und Akteure in einer Verbriefungstransaktion (Quelle: Eigene Darstellung nach Ricken, 2007, S. 26). .....   | 165 |
| Abbildung 10: Entwicklung des Emissionsvolumen von Verbriefungen in der EU (Quelle: Eigene Darstellung nach von Informationen von Frühauf, 2010, <a href="https://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/verbriefungen-wertaufholung-stuetzt-banken-1636899.html">https://www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/verbriefungen-wertaufholung-stuetzt-banken-1636899.html</a> [abgefragt am: 07.07.2020]; Bechthold, 2020, : <a href="https://www.true-sale-international.de/fileadmin/tsi_gmbh/tsi_downloads/TSI_kompakt/Verbriefungsmarkt_2018_Zu_sammenfassung_HB_TSI_FINAL.pdf">https://www.true-sale-international.de/fileadmin/tsi_gmbh/tsi_downloads/TSI_kompakt/Verbriefungsmarkt_2018_Zu_sammenfassung_HB_TSI_FINAL.pdf</a> [abgefragt am: 07.07.2020]; TSI, 2020, <a href="https://www.true-sale-international.de/research/abs-markt-in-deutschland/">https://www.true-sale-international.de/research/abs-markt-in-deutschland/</a> [abgefragt am: 07.07.2020]). ..... | 176 |
| Abbildung 11: Entwicklung des deutschen Crowdfundingmarkts – kreditbasiert und Crowdinvesting (Quelle: Eigene Darstellung nach Crowdinvest, 2018, S. 4) .....   | 192 |
| Abbildung 12: Entwicklung Crowdinvesting zur Unternehmensfinanzierung (Quelle: Crowdinvest 2018, S. 10) .....   | 194 |
| Abbildung 13: Entwicklung kreditbasiertes Crowdfunding zur Unternehmensfinanzierung (Quelle: Crowdinvest, 2018, S. 13). .....   | 195 |

|   |     |
|---|-----|
| Abbildung 14: Entwicklung des britischen Crowdfundingmarkts (Volumen) – kredibasiert und Crowdinvesting (Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Informationen aus Zhang et al., 2018, S. 41 und S. 43). ..... | 197 |
| Abbildung 15: Entwicklung kreditbasiertes Crowdfunding in Großbritannien (Quelle: Eigene Darstellung nach Zhang et al., 2008, S. 43).....   | 198 |
| Abbildung 16: Entwicklung eigenkapitalbasiertes Crowdfunding in Großbritannien (Quelle: Eigene Darstellung nach Zhang et al., 2008, S. 41).....   | 199 |

## 19.3 Tabellenverzeichnis

|   |    |
|---|----|
| Tabelle 1: Steuereinnahmen weltweit – Geschätzte Einnahmen aus einer Finanztransaktionssteuer in der Weltwirtschaft (Quelle: Schulmeister, 2009, S. 14). .....  | 68 |
| Tabelle 2: Steuereinnahmen auf dem EU Binnenmarkt – Geschätzte Einnahmen aus einer Finanztransaktionssteuer in der Europäischen Union (Quelle: Schulmeister, 2009, S. 14).....  | 69 |
| Tabelle 3: Steuereinnahmen weltweit – alternative Berechnung (Quelle: Eigene Darstellung und eigene Berechnung der Einnahmen durch die EU FTS auf den weltweiten Finanzmärkten auf Basis der Arbeit von Schulmeister, 2009, S. 14 sowie des korrelierenden BIPs gemäß Statista, 2020, <a href="https://de.statista.com/statistik/daten/studie/159798/umfrage/entwicklung-des-bip-bruttoinlandsprodukt-weltweit/">https://de.statista.com/statistik/daten/studie/159798/umfrage/entwicklung-des-bip-bruttoinlandsprodukt-weltweit/</a> [abgefragt am: 19.06.2020]). .....              | 69 |
| Tabelle 4: Steuereinnahmen auf dem EU Binnenmarkt – alternative Berechnung (Quelle: Eigene Darstellung und eigene Berechnung der Einnahmen durch die EU FTS auf den weltweiten Finanzmärkten auf Basis der Arbeit von Schulmeister, 2009, S. 14 sowie des korrelierenden BIPs gemäß Eurostat, 2020, <a href="https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&amp;plugin=1&amp;pcode=tec00001&amp;language=de">https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&amp;plugin=1&amp;pcode=tec00001&amp;language=de</a> [abgefragt am 19.06.2020])..... | 70 |
| Tabelle 5: Steuereinnahmen der Mitgliedstaaten im EU Raum (Quelle: Eigene Darstellung und eigene Berechnung auf Basis von Informationen aus der Kommission, 2013b, S. 24 und Eurostat, 2020, <a href="https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&amp;plugin=1&amp;pcode=tec00001&amp;language=de">https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&amp;plugin=1&amp;pcode=tec00001&amp;language=de</a> [abgefragt am 19.06.2020]).....  | 73 |

## 19.4 Abkürzungsverzeichnis

|       |   |
|-------|---|
| Abs.  | Absatz  |
| ABS   | Asset Backed Security („forderungsbesichertes Wertpapier“)  |
| a.D.  | außer Dienst  |
| ADR   | American Depositary Receipt („Amerikanischer Hinterlegungsschein“)  |
| AEUV  | Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union  |
| afme  | Association for Financial Markets in Europe   |
| APA   | Austria Press Agency („Österreichische Presse Agentur“)   |
| Art.  | Artikel   |
| BaFin | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht,<br><i>Finanzmarktaufsichtsbehörde der Bundesrepublik Deutschland</i> |
| BCG   | Boston Consulting Group   |
| BGB   | Bürgerliches Gesetzbuch   |
| BGBI  | Bundegesetzblatt  |
| BGH   | Bundesgerichtshof   |
| Bio.  | Billion   |
| BIP   | Bruttoinlandsprodukt  |
| BIS   | Bank for International Settlements  |
| BKR   | Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht, <i>Fachzeitschrift</i>   |
| bpb   | Bundeszentrale für politische Bildung   |
| bspw. | beispielsweise  |
| BV    | Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid,<br><i>niederländische Gesellschaft mit beschränkter Haftung</i> |
| BWL   | Betriebswirtschaftslehre  |
| bzw.  | beziehungsweise   |
| ca.   | circa („ungefähr/ etwa“)  |
| CDS   | Credit Default Swap („Kreditausfalltausch“)   |
| CFD   | Contract For Difference („Differenzkontrakt“)   |
| CFO   | Chief Financial Officer („Finanzvorstand“)  |
| CLN   | Credit Linked Notes   |
| CMBS  | Commercial Mortgage-Backed Security („Hypothekenbesichertes Wertpapier für Gewerbetreibende“)                         |
| DB    | DER BETRIEB, <i>Fachzeitschrift</i>   |
| d.h.  | das heißt   |

|          |   |
|----------|---|
| DIW      | Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung   |
| DPA      | Deutsche Presse Agentur   |
| DStR     | Deutsches Steuerrecht, <i>Fachzeitschrift</i>   |
| EBA      | Europäische Bankenaufsichtsbehörde  |
| EG       | Europäische Gemeinschaft, <i>Vorgängerorganisation der heutigen der heutigen EU (1993-2009)</i>         |
| EIOPA    | Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung           |
| ESMA     | Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde   |
| ESRB     | European Systemic Risk Board  |
| et al.   | et alia („und andere“)  |
| EU       | Europäische Union   |
| EU FTS   | Europäische Finanztransaktionssteuer  |
| EuGH     | Gerichtshof der Europäischen Union  |
| EUR      | Euro, <i>offizielle Währungseinheit der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion</i>                 |
| EuR      | Zeitschrift Europarecht, <i>Fachzeitschrift</i>   |
| EUV      | Vertrag über die Europäische Union  |
| EuZW     | Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht  |
| EWG      | Europäische Wertegemeinschaft, <i>Vorgängerorganisation der heutigen der heutigen EU (1957-1993)</i>    |
| EZB      | Europäische Zentralbank   |
| f/ ff    | folgende/ fortfolgende  |
| FCA      | Financial Conduct Authority, <i>Finanzmarktaufsichtsbehörde des Vereinigten Königreichs (seit 2013)</i> |
| FinVermV | Verordnung über die Finanzanlagenvermittlung  |
| FSA      | Financial Services Authority, <i>Finanzmarktaufsichtsbehörde des Vereinigten Königreichs (bis 2013)</i> |
| FTS      | Finanztransaktionssteuer  |
| GBP      | Pfund Sterling, <i>offizielle Währungseinheit des Vereinigten Königreichs</i>                           |
| GewO     | Gewerbeordnung  |
| ggf.     | gegebenenfalls  |
| ggü.     | gegenüber   |
| GmbH     | Gesellschaft mit beschränkter Haftung   |
| GPR      | Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union, <i>Fachzeitschrift</i>                          |
| grds.    | grundsätzlich   |



|        |  |
|--------|--|
| Hj.    | Halbjahr   |
| Hrsg   | Herausgeber  |
| i.d.F. | in der Fassung   |
| IEA    | Institute of Economic Affair   |
| IGH    | Internationaler Gerichtshof  |
| i.H.v. | in Höhe von  |
| IMF    | International Monetary Fund („Internationale Währungsfonds“)   |
| insb.  | insbesondere   |
| IPO    | Initial Public Offering („Börsengang“)   |
| IPRax  | Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts, <i>Fachzeitschrift</i>  |
| i.S.d. | im Sinne der/ des  |
| IStR   | Internationales Steuerrecht, <i>Fachzeitschrift</i>  |
| i.V.m. | in Verbindung mit  |
| KAGB   | Kapitalanlagegesetzbuch  |
| KMG    | Kapitalmarktgesetz, <i>österreichisches Gesetz</i>   |
| KMU    | Kapitalmarktunion, <i>im Falle von Zitaten aus offiziellen EU Dokumenten und Gesetzen wird die Abkürzung mitunter für „kleine und mittlere Unternehmen“ verwendet; es kann deshalb in dieser Arbeit zu Überschneidungen kommen</i> |
| KWG    | Kreditwesengesetz  |
| max.   | maximal  |
| MiFID  | Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente („Finanzmarktrichtlinie“), <i>in ihrer derzeit gültigen Fassung</i>   |
| mind.  | mindestens   |
| Mio.   | Million  |
| Mrd.   | Milliarde  |
| NZG    | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, <i>Fachzeitschrift</i>  |
| LG     | Landgericht  |
| lit.   | littera („Buchstabe“)  |
| OLG    | Oberlandesgericht  |
| OTC    | Over The Counter („Außerbörslicher Handel“)  |
| ORF    | Österreichischer Rundfunk  |
| p.a.   | per annum („pro Jahr“)   |
| Repo   | Repurchase Operation („Rückkaufvereinbarung“)  |
| RGBI   | Reichsgesetzblatt  |

|          |   |
|----------|---|
| RMBS     | Residential Mortgage-Backed Security („Hypothekenbesichertes Wertpapier für private Wohnimmobilien“)                                  |
| Rn.      | Randnummer  |
| S.       | Seite   |
| SEC      | United States Securities and Exchange Commission, <i>US-Börsenaufsichtsbehörde</i>  |
| sog.     | sogenannt   |
| StIGH    | Ständiger Internationaler Gerichtshof, <i>seit 1946 ist der IGH die Nachfolgeinstitution</i>  |
| STS      | simple, transparent and standardised, <i>wird im Zusammenhang mit Anforderungen an Verbriefungen verwendet (vgl. Abschnitt 10.4.)</i> |
| StuW     | Steuer und Wirtschaft, <i>Fachzeitschrift</i>   |
| TSI      | True Sale International, <i>Finanz-Lobbyorganisation, gegründet von deutschen Banken zur Förderung des Verbriefungsmarktes</i>        |
| u.a.     | unter anderem   |
| UK       | United Kingdom („Vereinigtes Königreich“)   |
| UN       | Organisation der Vereinten Nationen   |
| UR       | Umsatzsteuer-Rundschau, <i>Fachzeitschrift</i>  |
| US/ USA  | United States of America („Vereinigte Staaten von Amerika“)   |
| USD      | US-Dollar, <i>offizielle Währungseinheit der Vereinigten Staaten von Amerika</i>  |
| usw.     | und so weiter   |
| VermAnlG | Vermögensanlagengesetz  |
| vgl.     | vergleiche  |
| Vol.     | Volume („Band“)   |
| vs.      | versus  |
| WIFO     | Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung  |
| WiSt     | Wirtschaftswissenschaftliches Studium, <i>Fachzeitschrift</i>   |
| WM       | Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, <i>Fachzeitschrift</i>  |
| WpHG     | Wertpapierhandelsgesetz   |
| WpPG     | Wertpapierprospektgesetz  |
| z.B.     | zum Beispiel  |
| ZEuP     | Zeitschrift für Europäisches Privatrecht, <i>Fachzeitschrift</i>  |
| ZGR      | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, <i>Fachzeitschrift</i>  |
| ZIP      | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, <i>Fachzeitschrift</i>  |
| ZJS      | Zeitschrift für das Juristische Studium. <i>Fachzeitschrift</i>   |

## 20 Persönliche Daten und Publikationen

---

### 20.1 Lebenslauf

#### Persönliche Informationen

Name Benedikt Liedtke  
Adresse Sonsbecker Weg 15  
40670 Meerbusch  
Mobil +49 173 7089164  
E-Mail [ben.liedtke@gmail.com](mailto:ben.liedtke@gmail.com)  
Geburtstag und -ort 7. Januar 1987 in Düsseldorf  
Familienstand ledig, keine Kinder



#### Ausbildung

Seit 02/2016 **Doctor of Business Administration (D.B.A.)** in Wirtschafts- und Steuerrecht.  
KMU Akademie & Management AG in Partnerschaft an der Middlesex University in London, Vereinigtes Königreich.

09/2014 – 11/2015 **Master of Laws (LL.M.)** in Law and International Commerce.  
Queen's University Belfast, Vereinigtes Königreich.  
Abschluss als **Jahrgangsbester**. Abschluss des Studiums „**with distinction**“ (Note insg. 79 – Benotung entsprechend britischem Hochschulsystem).

09/2010 - 03/2014 **Bachelor of Laws (LL.B.)** in Wirtschaftsrecht.  
FOM, Hochschule für Oekonomie und Management in Düsseldorf.

Abschluss als **Jahrgangsbester**. **Auszeichnung** zum Examensbesten **durch den wissenschaftlichen Rat** (Note insg. 1,6 – Note entsprechend deutschem Hochschulsystem).

08/2006 - 01/2009 Ausbildung zum **Bankkaufmann**.

Stadtsparkasse Düsseldorf.

05/2006 **Allgemeine Hochschulreife (Abitur)**.

Georg-Büchner-Gymnasium in Düsseldorf.

### **Berufserfahrung**

Seit 01/2016 Fachlicher Mitarbeiter im Bereich Financial Services - Processes, Controls & Compliance - bei **KPMG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft AG**.

Manager  
(ab 09/2022)

Niederlassung Düsseldorf

Assistant Manager

(Stufe D3: 09/2019 – 09/2022)

(Stufe D2: 09/2018 – 09/2019)

(Stufe D1: 09/2017 – 09/2018)

Aufgabenbereich (Auszug):

- Durchführung von internen Revisionsprüfungen mit Schwerpunkt im Bank-Compliance-Bereich im In- und Europäischen Ausland
- Durchführung von Compliance Gap-Analysen und Umsetzung der entsprechenden Maßnahmen unter Berücksichtigung von Optimierungspotentialen
- Prüfung der Einhaltung und angemessenen Umsetzung von regulatorischen Anforderungen (z.B. Anti-Money Laundering und Know-Your Customer) im In- und Ausland (USA) bei einer international tätigen deutschen Großbank im Rahmen von Revisionstätigkeiten
- Prüfung der Angemessenheit von Internen Revisionseinheiten von international tätigen Großbanken nach IAA Standard 1312, IDW PS 983 und DIIR Standard Nr. 3
- Beratende und ausführende Tätigkeiten bei der Weiterentwicklung von Internen Revisionseinheiten von international tätigen Großbanken sowie (ehemaligen)

Senior Associate  
(09/2016 – 09/2017)

Associate  
(01/2016 – 09/2016)

Landesbanken, insbesondere im Hinblick auf einzuhaltende rechtliche Anforderungen und zugrundeliegende Methodik

- Erstellung eines Gutachtens für eine Lebensversicherungsverwaltungsgesellschaft über die Machbarkeit der Übertragung eines Lebensversicherungsportfolios von ca. 4 Mio. Verträgen zur Vorlage an die zuständige deutsche Finanzaufsichtsbehörde (BaFin) im Rahmen eines Zustimmungsverfahrens zur Übertragung
- Entwicklung von Governance-Testprogrammen für einen führenden international tätigen Versicherungskonzern zur Überprüfung der Einhaltung von internen Anforderungen durch die Konzerntöchter unter Berücksichtigung gesetzlicher Anforderungen aus Solvency II
- Unterstützende Tätigkeiten bei der Übertragung von Portfoliovermögensgegenständen auf eine Landesrechtliche Abwicklungsanstalt nach § 8b FMStFG
- Mitarbeit bei der Erstellung mehrerer Going-Concern-Gutachten für eine große deutsche Landesbank
- Unterstützende Tätigkeiten bei einem Assurance-Auftrag (agreed-upon-procedures) für ein führendes und erfolgreiches peer-to-peer-lending Serviceunternehmen („Fintech“) in Deutschland zur Bestätigung der Authentizität von übermittelten Daten an einen institutionellen Großinvestor

01/2009 – 12/2013 Studentischer Mitarbeiter in Teilzeit im Kundenservice der **Stadtsparkasse Düsseldorf**.

Einsatz den Geschäftsstellen Brehmplatz und Flingern.

Aufgabenbereiche (Auszug):

- Aufgaben des allgemeinen Kundenservices
- Unterstützung bei Akquisitionsmaßnahmen
- Beratung im Rahmen des Zahlungsverkehrs
- Eröffnung und Führung von Spar- und Girokonten
- Eröffnung, Abwicklung und Betreuung von Betreuungs- und Treuhandkonten
- Bearbeitung von Nachlass- und Erbfällen, insbesondere auch Abwicklungsgespräche mit den Hinterbliebenen
- Überwachung der Einhaltung von Geldwäschevorschriften (GWG)
- Allgemeine administrative Aufgaben

09/2012 – 11/2012 **Praktikum** in der Sozietät **SNP Schlawien Rechtsanwälte** im Bereich Wirtschaftsrecht (u.a. Banken-, Leasing- und Insolvenzrecht) in Düsseldorf.

Freistellung durch die Stadtsparkasse Düsseldorf für die Dauer des Praktikums.

SNP Schlawien Rechtsanwälte sind auf Fälle **im Bereich Wirtschafts- und Steuerrechts** spezialisiert. Die Sozietät hat Niederlassungen in Berlin, Dresden, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Freiburg, Leipzig und München.

Aufgabenbereiche:

- Erstellen von Klageschriften
- Erstellen von Strafanzeigen/-anträgen
- Erstellen von (Rechts-)Gutachten
- Erstellen weiterer Schriftsätze
- Schreiben von Zusammenfassungen von Akten und Mandantenunterlagen
- Korrespondenz mit Mandaten

09/2011 **Praktikum** bei der Stadtsparkasse Düsseldorf in der **Abteilung Qualitätsmanagement** aufgrund sehr guter Leistungen während des Studiums.

Aufgabenbereiche:

- Bearbeitung von Kundenbeschwerden
- Erste Prüfung eines etwaigen Anspruchs
- Beschwerdebezogene Korrespondenz mit Mitarbeitern und Beschwerdeführern; ggf. Vermittlung zwischen den Parteien

## Sprachkenntnisse

Fremdsprachen Englisch (fließend)

## 20.2 Danksagung

Mit der Danksagung sind mir an dieser Stelle einige persönliche Worte gestattet, die aufgrund ihres emotionalen Charakters als im Kontrast zu den sachlichen Ausführungen in der Arbeit wahrgenommen werden könnten. Hierfür bitte ich um Verständnis.

Eine Danksagung und Widmung kann in nahezu jeder Dissertation gefunden werden. Ich hatte deshalb die Wahrnehmung und Überzeugung gewonnen, dass Autoren Danksagungen und Widmungen verfassen, weil dies erwartet wird oder „zum guten Ton gehört“. Jetzt, da ich selbst vor Abschluss der Arbeit stehe und die Jahre des Schreibens reflektiere, bemerke ich, wie sich meine Wahrnehmung und Überzeugung zu einer Danksagung und Widmung verändert hat. Ich glaube, die Gründe und den Antrieb anderer Autoren erahnen zu können, eine Danksagung und Widmung zu verfassen.

Mir selbst ist es ein inneres Bedürfnis geworden, das aus ehrlicher Wertschätzung für die erfahrene Unterstützung geboren wurde, „danke“ zu sagen. „Danke“ für all die Unterstützung in den unterschiedlichsten Formen während der Zeit des Schreibens.

Auch wenn in dieser Danksagung nicht jede Person namentlich genannt werden wird, ist es mir ein Anliegen zu betonen, dass ich jeden Rat, jede Kritik und jeden Zuspruch als Unterstützung empfunden habe. Ich bin deshalb jeder einzelnen Person in meinem Umfeld dankbar. Seien es

- Fachexperten aus Lehre und Praxis, für Hinweise und anregende Diskussionen,
- Arbeitskollegen, die mir den Rücken freigehalten haben und für einen fachlichen Austausch zur Verfügung standen,
- Freunde, die stets an mich glaubten
- oder meine Familie, die mich in wohl allen vorstellbaren Formen unterstützt hat.

Im Besonderen möchte ich meinem Betreuer, Herrn Prof. Dr. Andreas Teufer, danken. Vielen Dank dafür, dass wir vor über 10 Jahren gemeinsam meinen akademischen Weg begonnen haben. Vielen Dank für den steten Kontakt in all den Jahren, die anregenden Diskussionen, die passenden Worte auch in schwierigen persönlichen Zeiten und für die fachliche Betreuung

während der Zeit des Schreibens der Dissertation. Vielen Dank dafür, dass ich meinen akademischen Weg nun gemeinsam mit Ihnen und dieser Arbeit zum Abschluss bringen darf.

Ebenfalls möchte ich Herrn Kai Saschek danken, den ich als Vorgesetzten, Mentor, fachlichen Diskussionspartner und Freund sehr zu schätzen gelernt habe und dessen Rat und Kritik mir bei meiner Entwicklung, und insbesondere der Entwicklung meiner Fähigkeit zu schreiben, geholfen hat.

Bewusst an letzter Stelle möchte ich meinen Eltern, Hugo und Gerhild, danken. Ich danke Euch für Eure Unterstützung, die Ihr mir bereits lange vor Zeiten des Studierens und noch heute zukommen lasst. Vielen Dank, nicht nur für materielle Zuwendungen, sondern insbesondere auch für die fortwährende Unterstützung in Form von zugesprochenem Mut und Vertrauen in meine Fähigkeiten. Vielen Dank, dass ich immer auf Euch vertrauen durfte und Ihr stets da wart, wenn ich Euch brauchte. Diese Arbeit möchte ich deshalb Euch beiden widmen.

Ich danke Euch allen von ganzem Herzen.