

## **Stellungnahme zur Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestags zur Einführung einer „Finanztransaktionssteuer“, einer „Finanzkrisen-Verantwortungsgebühr“ und zu den „Eckpunkten für die Finanzmarktregulierung“**

**12. Mai 2010**

Im Zuge der Finanzkrise ist die Einführung einer sog. Finanztransaktionssteuer wieder in die Diskussion gekommen. Die Bundestagsfraktionen von BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN, der SPD und der LINKEN haben Anträge eingebracht, die auf die Einführung einer Finanztransaktionssteuer, hilfsweise einer Börsenumsatzsteuer sowie einer „Finanzkrisen-Verantwortungsgebühr“ gerichtet sind:

- Die SPD fordert die Einführung einer internationalen Finanztransaktionssteuer, mindestens innerhalb der EU. Sollte sich dies nicht erreichen lassen, wird die Einführung einer Börsenumsatzsteuer in Deutschland nach britischem Vorbild („stamp duty“) gefordert (BT-Drucks. 17/527 v. 26.01.2010).
- DIE LINKEN fordern eine Finanztransaktionssteuer auf alle börslichen und außerbörslichen Wertpapierumsätze, Derivate- und Devisenumsätze i.H.v. mindestens 0,05 Prozent (BT-Drucks. 17/518 v. 26.01.2010). Weiterhin fordern DIE LINKEN eine „Finanzkrisen-Verantwortungsgebühr“ i.H.v. 0,15 % der Verbindlichkeiten der „privaten Finanzinstitute, die direkt oder indirekt von Staatshilfen profitiert haben“ (BT-Drucks. 17/471).
- BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN fordern eine Finanzumsatzsteuer auf EU-Ebene, perspektivisch auf globaler Ebene (BT-Drucks. 17/1422 v. 21.04.2010).
- Die Bundesregierung hat in ihren „Eckpunkten für die Finanzmarktregulierung“ (Finanzausschuss/Ausschuss-Drucks. 17 (7) 046) angekündigt, eine risikoadjustierte Bankenabgabe einführen zu wollen, aus der ein Stabilitäts-Fonds bei der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung zur Finanzierung von Restrukturierungs- und Abwicklungsmaßnahmen finanziert werden soll.

Das Deutsche Aktieninstitut nimmt nachfolgend zum Vorschlag der Einführung einer Finanztransaktions- bzw. Finanzumsatzsteuer Stellung.

Mit der Einführung einer Finanztransaktionssteuer verbunden ist allgemein die Erwartung, dass mit ihr vermeintlich schädliche Spekulationen eingedämmt und Mittel zur Finanzierung sozialer, ökologischer und entwicklungspolitischer Projekte eingeworben werden können. Ein solcher Vorschlag lehnt sich an Ideen der Ökonomen John Maynard Keynes aus dem Jahr 1937 und James Tobin aus dem Jahr 1972 an, die zur Eindämmung von „Aktienkurs excessen“ bzw. „Währungsspekulationen“ eine Steuer auf Börsenumsätze bzw. internationale Devisengeschäfte gefordert haben.

Hinter der Forderung nach einer Finanztransaktionssteuer steht die Vorstellung, dass an den Finanzmärkten angeblich zu viel Liquidität („Überschuss-Liquidität“) besteht, welche zu überhöhter Volatilität führt, was wiederum Krisen verursache. Durch Belastung finanzieller Transaktionen mit einer „geringen“ Steuer könne die Volatilität und damit die Krisenanfälligkeit des Finanzsystems gesenkt werden. Gleichzeitig würden erhebliche Einnahmen erzielt, die z.B. für Entwicklungshilfe, Klimaschutz o.Ä. verwandt werden könnten.

Zur Beurteilung der verschiedenen – in den Grundzügen sehr ähnlichen – Vorschläge zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer sind daher folgende Fragen zu beantworten:

- Würde eine Finanztransaktionssteuer wirklich die Volatilität an den Finanzmärkten senken?
- Würde eine Finanztransaktionssteuer wirklich in der Lage sein, Finanzmarktkrisen wirksam zu verhindern oder zu mildern?
- Würde eine Finanztransaktionssteuer wirklich zu den erhofften Steuereinnahmen in der erwarteten Höhe führen?
- Welche Folgewirkungen auf die Effizienz der Kapitalmärkte, die Unternehmensfinanzierung und die Anlage – insbesondere für die privaten Anleger – wären zu erwarten?

## 1 Finanztransaktionssteuer und Volatilität

- **Falsche Annahmen zum Zusammenhang zwischen kurzfristigen Transaktionen und Volatilität**

Die Argumentation für eine Finanztransaktionssteuer geht explizit davon aus, dass kurzfristige Spekulation destabilisierend wirkt und daher ökonomisch unerwünscht ist. In einem Papier der Europäischen Grünen aus dem Jahr 2009 wird z.B. von „irresponsible speculation“ gesprochen. In der überwiegenden Zahl der Fälle trifft aber das Gegenteil zu. Auch kurzfristige Spekulation wirkt stabilisierend, sei es, weil sie für Marktliquidität sorgt (siehe unten) oder sei es, weil sie Preise schneller ins Gleichgewicht führt. **Spekulation ist nicht per**

---

se „schlecht“, sondern im Gegenteil essentielle Voraussetzung jedes Tauschgeschäftes.

- **Empirische Studien weisen keinen Rückgang, sondern vielmehr eine Steigerung der Volatilität durch Finanztransaktionssteuer nach**

Die von den Befürwortern einer Finanztransaktionssteuer behauptete Senkung der Volatilität durch Einführung einer Finanztransaktionssteuer konnte in der Mehrzahl der empirischen Untersuchungen nicht festgestellt werden. Es muss als empirisch widerlegt gelten, dass eine Transaktionssteuer die Volatilität an den Märkten senkt. Ganz im Gegenteil geht eine Erhöhung der Transaktionskosten eher mit einer **Steigerung der Volatilitäten auf den Märkten** einher, da die Liquidität der Kapitalmärkte tendenziell eingeschränkt wird.

In der von den Befürwortern einer Finanztransaktionssteuer selbst angeführten Studie des WIFO-Instituts werden 21 Studien zum Zusammenhang zwischen Finanztransaktionssteuer und Volatilität ausgewertet. Nach zehn Studien hat die Einführung einer Finanztransaktionssteuer die Volatilität an den betreffenden Märkten erhöht, fünf Studien konnten keine signifikante Wirkung feststellen, und sechs Studien gaben einen *indirekten* Hinweis auf einen *möglichen* Rückgang der Volatilität nach Einführung einer Finanztransaktionssteuer: „*Finally, six studies show (implicitly) that higher transaction costs might dampen price volatility*“ (Schulmeister/Schratzenstaller/Picek 2008, S. 18; Hervorhebung durch DAI). Die Argumentation lautet hier, dass höhere Transaktionskosten zu einem Rückgang der Liquidität führen, was angeblich die Volatilität mindere.

Tatsächlich bedeutet niedrigere Liquidität tendenziell jedoch höhere Volatilität, da einzelne Kauf- oder Verkaufsaufträge bei geringeren Umsätzen zu höheren Kursausschlägen führen. Es wird aufgrund der Steuer teurer, gegen den bestehenden Trend zu setzen, wenn er als übertrieben angesehen wird. Das bedeutet, dass ein temporäres Überschießen der Kurse erst später durch gegenläufige Verkäufe (bei Übertreibung nach oben) oder Käufe (bei Übertreibung nach unten) gebremst oder umgekehrt wird. Eine Transaktionssteuer verstärkt damit die Ausschläge, statt sie zu verringern.

Hinzu kommt ein weiteres: Mit dem reibungslosen Handel von Wertpapieren wird dem Kapitalmarkt Liquidität bereitgestellt. Damit steigt die Chance der Marktteilnehmer, gemäß ihren individuellen Preisvorstellungen einen Käufer bzw. Verkäufer eines Finanzproduktes zu finden. Gerade auf kurzfristige Gewinne ausgerichtete Transaktionen sind Voraussetzung dafür, dass es jederzeit einen Markt für Wertpapiere gibt. Die Möglichkeit, Wertpapiere jederzeit auf einem liquiden Markt verkaufen zu können, ist wiederum Voraussetzung dafür, dass Anleger überhaupt in die entsprechenden Papiere investieren und damit Kapital für wirtschaftliche Unternehmungen zur Verfügung stellen.

- **Falsche Differenzierung zwischen kurz- und langfristiger Spekulation**

Die Befürworter einer Finanztransaktionssteuer versuchen, das Argument der Volatilitätsverminderung durch eine Differenzierung zwischen kurz-, mittel- und langfristiger Volatilität zu relativieren. Unter „kurzfristiger Volatilität“ verstehen sie das auch im üblichen Sprachgebrauch der Finanzanalyse als Volatilität bezeichnete Phänomen kurzfristiger Schwankungen der Kurse, gemessen mit Hilfe der annualisierten Standardabweichung der Renditen, unter „mittel- und langfristiger Volatilität“ die der Finanzanalyse seit langem bekannten Sekundär- und Tertiärzyklen, d.h. Schwankungen der Kursentwicklung um einen mehrjährigen Trend.

Angesichts der Vielzahl der Einflussgrößen eines Kurses, die auch nicht sofort in ihrer Auswirkung vollständig bewertet werden können, ist ein Schwanken von Kursen – auch in der mittleren bis langen Frist – als Normalzustand zu betrachten. Jede Beeinträchtigung der Preisbildung, also auch eine Finanztransaktionssteuer, beeinträchtigt die Funktion des Preismechanismus. Auch die mittel- und langfristigen Volatilitäten lassen sich durch eine Finanztransaktionssteuer deshalb nicht wirksam vermindern; allenfalls wird sich die Anpassung der Kurse an neue fundamentale Daten verzögern.

**Im Ergebnis bleibt festzuhalten, dass nach den vorliegenden theoretischen Erkenntnissen und empirischen Ergebnissen eine Finanztransaktionssteuer nicht geeignet ist, die Volatilität an den Finanzmärkten zu senken. Als Instrument zur Vermeidung Krisen – sofern diese überhaupt durch übermäßige Volatilität verursacht werden – ist sie deshalb nicht geeignet.**

## **2 Finanztransaktionssteuer und Finanzmarktkrisen**

- **Falsche Annahmen über die Ursachen der Finanzkrise**

Ein Hauptargument für die Finanztransaktionssteuer ist ihre angebliche Eignung, Finanzkrisen wie die aktuelle zu verhindern. Die derzeitige Finanzkrise ist aber – was in diesem Zusammenhang oft übersehen wird – gar nicht aus einer kurzfristigen Spekulation an den Aktienmärkten oder einem sehr intensiven Handel mit anderen Wertpapieren erwachsen, sondern aus einem sehr komplexen Geflecht aus staatlichen Krisenursachen (lockere Geldpolitik, falsche Regulierungen) und privatem Marktversagen (falsche Annahmen zum Systemrisiko, fehlerhafte Risikoeinschätzungen usw.). Wenn man Krisen vorbeugen will, muss man an diesen wahren Ursachen ansetzen. Die Finanztransaktionssteuer tut dies nicht und wäre damit nicht geeignet, die Probleme, denen die Weltwirtschaft derzeit gegenübersteht, zu verhindern.

- **Finanztransaktionssteuer kann krisenverstärkend wirken**

Durch eine Finanztransaktionssteuer erhöht sich – wie dargelegt – die Volatilität an den Märkten, und ausgleichende gegenläufige Transaktionen werden nur bei größeren Ausschlägen lohnend. Dies erhöht die Krisenanfälligkeit eines Finanzsystems, statt sie zu verringern.

**Die aktuelle Finanzkrise wäre nicht grundlegend anderes eingetreten und verlaufen, wenn es bereits eine Finanztransaktionssteuer gegeben hätte. Auch das Argument der Krisenverhinderung kann deshalb nicht zur Begründung der Einführung einer allgemeinen Finanztransaktionssteuer herangezogen werden.**

### **3 Finanztransaktionssteuer und Steuereinnahmen**

- **Fiskalische Ergiebigkeit fragwürdig**

Die Finanztransaktionssteuer gehört zur Klasse der **Lenkungssteuern**. Die fiskalische Ergiebigkeit würde sich in dem Maße verringern, wie der Lenkungszweck (hier: Beeinträchtigung des kurzfristigen Handels) erreicht würde.

Eine der Hauptanpassungsreaktionen der Marktteilnehmer wird sein, dass sich die Haltefristen von Wertpapieren verlängern. Die Handelsintensität wird abnehmen. Auch weitere Anpassungsreaktionen (Ausweichen ins Ausland, Ausweichen in unregulierte Märkte) sind hoch wahrscheinlich. Man darf zur Abschätzung der fiskalischen Ergiebigkeit einer Finanztransaktionssteuer daher auf keinen Fall die aktuellen Umsätze in Finanzprodukten oder Währungen mit dem Steuersatz multiplizieren.

- **Hohe Erhebungskosten**

Es ist damit zu rechnen, dass die direkten Kosten der Steuererhebung weit höher sein werden, als von ihren Befürwortern erwartet. Für jeden Euro Steuereinnahmen werden Kosten für Überwachung, Programmierung der Computersysteme, Verfolgung von Ausweichreaktionen usw. anfallen, die z.T. der Fiskus, z.T. die Marktteilnehmer im Rahmen der Steuererhebung zu tragen hätten. Die Erhebungskosten beim Fiskus schmälern die Ergiebigkeit nochmals erheblich in direkter Form, die Erhebungskosten bei den Marktteilnehmern über sinkende Ertragssteuern in indirekter Form.

- **Unzulässige Verknüpfung mit anderen politischen Zielen**

Die Einnahmen aus der Finanztransaktionssteuer werden häufig direkt für andere politische Ziele „versprochen“, z.B. Entwicklungshilfe und Klimaschutz. Beides sind Ziele, die die Politik schon lange verfolgt, die daher längst im Haushalt berücksichtigt sein müssten. Die Finanzkrise dient als Vorwand, neue und vermeintlich ergiebige Steuerquellen zu erschließen, und die Nen-

nung positiver Ziele wie Klimaschutz oder Entwicklungshilfe soll die Akzeptanz der beabsichtigten neuen Steuer erhöhen.

**Die eher fragliche Aussicht auf neue Steuerquellen, deren Ergiebigkeit nicht abschätzbar ist, rechtfertigt angesichts der zu erwartenden Nebenwirkungen (s.u.) nicht die Einführung einer Finanztransaktionssteuer.**

#### **4 Folgewirkungen einer Finanztransaktionssteuer**

Die Argumente für eine Finanztransaktionssteuer – Senkung der Volatilität, Verhinderung von Finanzkrisen, Steuereinnahmen – sind nicht stichhaltig. Zusätzlich sind die verschiedenen durch eine Finanztransaktionssteuer zu erwartenden Nebenwirkungen zu beachten:

- **Verzerrung durch Besteuerung von „spekulativem Handeln“, aber nicht von „spekulativem Abwarten“**

Spekulation ist ökonomisch nichts anderes als der Versuch eines Marktteilnehmers, eine von ihm erwartete Marktpreisänderung zu seinen Gunsten auszunutzen. Dies muss nicht immer in einer Transaktion – also dem Kauf oder Verkauf eines Vermögensgegenstandes – münden, sondern kann auch ein bewusstes Nicht-Handeln zur Folge haben: Auch der Marktteilnehmer, der sich angesichts einer von ihm erwarteten Marktpreissteigerung entschließt, einen in seinem Besitz befindlichen Vermögensgegenstand nicht bzw. noch nicht zu verkaufen, betreibt Spekulation. Gleiches gilt für den Marktteilnehmer, der sich entschließt, angesichts einer von ihm erwarteten Preissenkung einen Vermögensgegenstand nicht bzw. noch nicht zu kaufen.

Beide Fälle sind ebenso wie spekulative Käufe oder Verkäufe preiswirksam, denn die Nicht-Nachfrage bzw. das Nicht-Angebot führen zu einem anderen Marktpreis im Vergleich zu einer Situation, in der die Marktteilnehmer ohne Rücksicht auf ihre Erwartungen gehandelt hätten. Eine Finanztransaktionssteuer, mit deren Hilfe politisch unerwünschte spekulative Transaktionen (aus ökonomischer Sicht kann nicht gesagt werden, welche Spekulation „erwünscht“ und welche „unerwünscht“ ist) eingeschränkt werden sollten, müsste konsequenterweise deshalb auch in den geschilderten Fällen des Nicht-Handelns greifen.

Dies ist aber schlechterdings unmöglich, da hier jeder steuertechnische Anknüpfungspunkt fehlt. Schließlich kann nicht jeder Anleger – also jeder einzelne Bürger und jede einzelne juristische Person – jeden Tag daraufhin überprüft werden, aus welchem Grund er genau an diesem Tag keine Finanztransaktion vorgenommen hat und – falls diese Entscheidung spekulativ motiviert war – das Nicht-Handeln entsprechend besteuern. Oder – um den Gedanken einer Spekulationssteuer konsequent zu Ende zu denken – man müsste jeden Besitzer einer Finanzanlage jeden Tag dafür besteuern, dass er in Erwartung

künftiger Kurssteigerungen nicht verkauft. Diese Art der Besteuerung - zusätzlich zur Besteuerung der Anlageerträge - dürfte außerhalb jeder vernünftigen Vorstellung liegen.

**Eine Finanztransaktionssteuer, die ausschließlich an tatsächlichen Transaktionen anknüpft, wird stets nur einen Teil der Anlageentscheidungen erfassen und damit weitere Verzerrungen bewirken.**

Aus Verhaltensänderungen der Marktteilnehmer sind zudem weitere **negative Nebeneffekte** zu erwarten, insbesondere eine Diskriminierung von organisierten gegenüber nicht organisierten Märkten sowie eine sinkende Markteffizienz aufgrund steigender Volatilität.

- **Überproportionale Wirkung auf liquiden Märkten, die nicht Ursache der Finanzkrise waren**

Eine Transaktionssteuer würde ohne Zweifel dort besonders stark greifen, wo viel gehandelt wird. Dies trifft insbesondere für liquide organisierte Kapitalmärkte zu, auf denen im Vergleich zu unregulierten OTC-Märkten ein hohes Transparenzniveau und ein hoher Anlegerschutz herrscht. Darüber hinaus haben sich gerade die liquiden Märkte als vergleichsweise krisenresistent erwiesen, denn sie haben im Gegensatz zu einigen Märkten mit geringer Liquidität in der Finanzkrise weiter ihre Funktion erfüllt. Auch haben sie zur Entstehung und Ausbreitung der Finanzkrise nichts beigetragen, wohingegen die Probleme vor allem in den illiquiden Märkten (insbesondere für Kreditderivate) zu suchen waren. Eine Finanztransaktionssteuer wäre auch deshalb nicht ursachengerecht. Sie würde vielmehr liquider Märkte tendenziell diskriminieren und zudem liquide Märkte tendenziell zu illiquiden Märkten machen.

- **Negative Auswirkungen auf Stabilität und Effizienz der Finanzmärkte**

Die Einführung einer Transaktionssteuer würde **dem Kapitalmarkt Liquidität entziehen und damit dessen Effizienz entscheidend beeinträchtigen**. Illiquide Kapitalmärkte weisen i.d.R. höhere Volatilitäten auf als liquide. Die Einführung einer Finanztransaktionssteuer wäre demzufolge - verfolgt man das Ziel einer Verminderung der Volatilität - kontraproduktiv.

- **Volatilitätserhöhung bedeutet höhere Sicherungskosten**

Mit jeder Erhöhung der Volatilität steigt das Risiko für den einzelnen Anleger (also nicht nur das für die Finanzkrise verantwortliche Systemrisiko). Vermögensverwalter (auch langfristig orientierte) müssen ihre Portfolios gegen hohe Schwankungen und die hieraus resultierenden Risiken absichern, damit sie z.B. Rückforderungen von Anlegern besser erfüllen können. Bei höheren Volatilitäten wird es schwerer und vor allem teurer, eine Absicherung zu erhalten. Dies erhöht auch die Kosten für langfristige Anleger, die gerade nicht im Fokus einer Transaktionssteuer stehen sollen, selbst wenn sie keine häufigen Transaktionen vornehmen.

- **Volatilitätserhöhung bedeutet höhere Kapitalkosten**

Die zusätzlichen Risiken am Aktienmarkt, aber auch am Bondmarkt bzw. die hieraus für die Investoren entstehenden Kosten müssen letztlich von den Unternehmen in Form höherer Renditen bezahlt werden, damit Investoren Kapital bereitstellen. Es ist also davon auszugehen, dass die Finanztransaktionssteuer zu höheren Kapitalkosten führt – und zwar ohne dass die Unternehmen hierfür einen Ausgleich erhalten. Sie tragen damit ökonomisch die Steuer, die von anderen Marktteilnehmern gezahlt wird, was sich unter anderem in einer geringeren Investitionsbereitschaft niederschlagen wird.

- **Höhere Kapitalkosten bewirken eine Einschränkung der Investitionen**

Bei höheren Kapitalkosten sind nur höher rentierliche Investitionen finanzierbar. Höhere Rendite ist jedoch stets mit einem höheren Investitionsrisiko verbunden. Dies ist genau das Gegenteil dessen, was erwünscht ist: Die Unternehmen werden gezwungen, im Durchschnitt riskanter zu investieren, und weniger rentable Investitionen werden tendenziell unterbleiben (und damit unter Umständen auch die Schaffung von Arbeitsplätzen).

**Eine Finanztransaktionssteuer würde über höhere Kapitalkosten die Unternehmensfinanzierung und die Schaffung von Arbeitsplätzen behindern.**

- **Falsches psychologisches Signal**

Gerade in der jetzigen Krise sind viele Unternehmen auf zusätzliches Kapital und weitere Investoren angewiesen. Leider mangelt es vielen potentiellen Anlegern immer noch an der Bereitschaft, Kapital bereitzustellen. Dies zeigen die Emissionsstatistiken deutlich.

Die Einführung einer Finanztransaktionssteuer wäre eindeutig ein falsches Signal an die Anleger, weiteres, dringend benötigtes Kapital bereitzustellen. Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass eine Finanztransaktionssteuer nicht ausschließlich Börsentransaktionen treffen würde, denn die Finanztransaktionssteuer würde über die unmittelbare finanzielle Wirkung hinaus ein psychologisches Investitionshemmnis darstellen, das insbesondere bei einer unzureichend entwickelten Aktienakzeptanz wie in Deutschland der Aktienanlage überproportional schaden würde.

## **Fazit**

Die Analyse der Wirkungen einer Finanztransaktionssteuer haben gezeigt, dass sie nicht geeignet ist, auch nur ein einziges der mit ihr verbundenen Ziele zu erreichen:

- Sie würde die Volatilität an den Finanzmärkten nicht vermindern, sondern erhöhen.



- Sie würde Finanzkrisen nicht vermeiden, sondern u.U. sogar eher wahrscheinlicher machen.
- Sie würde nicht zuverlässig zu den erhofften Steuermehreinnahmen führen.

Allerdings würde eine Finanztransaktionssteuer eine ganze Reihe gesamtwirtschaftlich unerwünschter Nebenwirkungen zeigen.

**Aus diesen Gründen spricht sich das Deutsche Aktieninstitut dafür aus, keine Finanztransaktionssteuer, Börsenumsatzsteuer oder vergleichbare Abgaben einzuführen.**

### **Literatur**

Schulmeister, Stephan/Margit Schratzenstaller/Oliver Picek (2008): A General Financial Transaction Tax. Motives, Revenues, Feasibility and Effects. Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, March 2008.