



Technische Universität München

**Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung vom 30. November 2011
zum Thema „Finanztransaktionssteuer“, insbesondere zum Antrag
der Fraktion der SPD, Drucksache 17/6086, zu einem deutsch-
französischen Positionspapier, Ausschussdrucksache 17(7)226,
sowie zum Richtlinienvorschlag der Kommission, Ratsdok. Nr.
14942/11**

von Prof. Dr. Christoph Kaserer



Univ. Prof. Dr. Christoph Kaserer

Lehrstuhl für Finanzmanagement
und Kapitalmärkte

Kernaussagen:

- a) Es ist unbestritten, dass die Finanztransaktionssteuer die Liquidität an den Finanzmärkten negativ beeinflussen wird. Ob den damit verbundenen Kosten ein entsprechender Nutzen in Form geringerer spekulativer Über- oder Untertreibungen gegenübersteht, ist aus einer wissenschaftlichen Perspektive nicht zu beantworten.

- b) Es ist allerdings zu erwarten, dass die derzeitige Ausgestaltung der Finanztransaktionssteuer den informationsgetriebenen Handel in europäischen Aktien und Anleihen zugunsten des kurzfristig angelegten Derivatehandels benachteiligen wird. Somit erreicht man genau das Gegenteil dessen, was die Befürworter der Steuer beabsichtigen. Begründet liegt dies darin, dass sich der Derivatehandel im Unterschied zum Sekundärmarkthandel sehr viel leichter dem fiskalischen Zugriff der EU entziehen kann.

- c) Dieser Effekt wird dazu führen, dass Liquidität aus den Aktien- und Anleihenmärkten in die Derivatemärkte verlagert wird. Darunter wird die Effizienz der Preisbildung auf den Sekundärmärkten leiden. Von diesem Effekt werden vor allem die mittelgroßen Unternehmen betroffen sein, weil in diesem Marktsegment schon heute die Liquidität zu niedrig ist. Die Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung dieser Unternehmen über die Börse wird somit teurer werden.

Arcisstraße 21
D-80290 München

Tel +49.89.289.25489
Fax +49.89.289.25488

Christoph.Kaserer@wi.tum.de
www.ifm.wi.tum.de

München, 28. November 2011

1. Diskutiert man die Einführung einer Finanztransaktionssteuer (FTT) im Hinblick auf ihre Lenkungswirkung, so ist eine Abwägung ihres gesamtwirtschaftlichen Kosten-/Nutzenverhältnisses durchzuführen. Hinsichtlich der Kosten besteht allerdings soweit ein Konsens in der wissenschaftlichen Literatur, als dass es einen gut dokumentierten, negativen Zusammenhang zwischen Transaktionskosten und Liquidität gibt. Auch die Kommission räumt in ihrem Impact Assessment ein, dass die Literatur mehr oder weniger übereinstimmend zu diesem Ergebnis kommt. Jüngere Studien zeigen überdies, dass auch Hochfrequenzhandel sich positiv auf die Liquidität in den betroffenen Marktsegmenten auswirkt.¹ Da sich reduzierte Liquidität in erhöhten Geld-/Briefspannen und erhöhter Volatilität bemerkbar machen, werden sich diese Effekte auch in den Aktienkursen widerspiegeln und damit die Kapitalkosten der Unternehmen erhöhen.² Allerdings muss man auch sagen, dass eine Quantifizierung dieses Effektes kaum möglich ist, so dass dahin gestellt bleiben muss, welche realwirtschaftlichen Kosten allein daraus resultieren.
2. Über den möglichen Nutzen einer FTT weiß man unter empirischen Gesichtspunkten so gut wie gar nichts, da die wenigen Beispiele, die es für die Erhebung einer solchen Steuer gibt, kaum für die Beantwortung dieser Frage taugen. Damit muss man sich hier ausschließlich auf theoretische Argumente stützen. Die Befürworter der Steuer argumentieren, dass kurzfristig angelegter Handel in Finanzinstrumenten für spekulative Über- oder Untertreibungen an den Märkten verantwortlich ist und somit die Effizienz der Preisbildung auf den Märkten stört. Dabei hat man vor allem die Derivatmärkte vor Augen, auf denen dieser kurzfristig angelegte Handel besonders bedeutsam ist. Durch den kumulativen Charakter der FTT würde diese Art des Handels besonders bestraft und damit die Volatilität an den Märkten reduziert werden. Für das erste Argument, nämlich des ursächlichen Zusammenhangs zwischen kurzfristigen Handelsaktivitäten auf Finanzmärkten und fehlender Effizienz der Preisbildung, gibt es derzeit keine belastbaren empirischen Befunde. Dies sollte man allerdings den Befürwortern der FTT nicht zum Vorwurf machen, da es genauso wenig belastbare Befunde für das Gegenteil gibt. Zwar zeigen, wie bereits erwähnt, die meisten Studien einen negativen Zusammenhang zwischen Liquidität und Volatilität, jedoch bedeutet das nicht auch automatisch, dass dadurch das Ausmaß spekulativer Über- oder Untertreibungen reduziert wird. Theoretisch ist die Frage auch nicht abschließend zu beantworten, da sich je nach modelltheoretischem Kontext Aussagen finden lassen, die in unterschiedliche Richtung weisen.

¹ Vgl. Hendershott et al. (2011), Does Algorithmic Trading Improve Liquidity?, Journal of Finance 66, 1-33.

² Für einen Beleg des negativen Zusammenhangs zwischen Liquidität und Transaktionskosten vgl. Kaserer/Stange (2011), The Impact of Liquidity Risk – A Fresh Look, International Review of Finance 11, 269-301.

3. Wie bereits erwähnt, beruht die Argumentation der Befürworter noch auf einer zweiten Behauptung, nämlich dass die FTT das Ausmaß kurzfristiger Spekulation auf den Finanzmärkten reduziert. Genau an dieser Stelle zeigt sich, dass die Frage, ob die FTT weltweit flächendeckend eingeführt wird oder nicht, keineswegs nur eine politische Frage ist, sondern sich unmittelbar auf die Lenkungseffekte dieser Steuer auswirkt. Nehmen wir an, die Steuer wird nur in der EU eingeführt (was schon eine optimistische Annahme ist, da es in Großbritannien derzeit vermutlich keine politische Mehrheit für eine FTT gibt). Damit werden zunächst kurzfristig angelegte Handelsstrategien im Derivatebereich in Nicht-EU-Jurisdiktionen abwandern. Institutionelle Anleger in der EU, die ihre Gelder bei Vermögensverwaltern anlegen, die solche Strategien verfolgen, müssen die FTT zwar im Zeitpunkt der Übertragung der Finanzmittel auf diese Vermögensverwalter sowie im Zeitpunkt ihrer Rückführung bezahlen, nicht aber auf die zig-fachen Umschichtungen, die der Vermögensverwalter zwischenzeitlich vornimmt. Damit bleibt die fiskalische Belastung solcher Anlagestrategien vernachlässigbar.
4. Im Vergleich zum Derivatehandel wird der Sekundärmarkthandel, also der Handel in Aktien und Anleihen europäischer Unternehmen, der fiskalischen Belastung aber nicht so einfach ausweichen können. So weist der Handel in Aktien trotz des technologischen Fortschrittes immer noch eine tiefe nationale und geografische Verankerung auf. Dieser Effekt ist in der Literatur unter dem Begriff „home bias“ vielfach dokumentiert. Er gilt in besonderem Maße für informationsgetriebenen Handel, da die Analysten, also jene Personen, die die fundamentalen Informationen zu einer Aktie analysieren, typischerweise in den Ländern arbeiten, in denen sich auch die Heimatbörse der analysierten Unternehmen befindet. Diese Art des informationsgetriebenen Handels (also z.B. der durch eine ad-hoc-Mitteilung oder durch einen neuen Quartalsbericht ausgelöste Handel) wird entgegen der Absicht der Befürworter von der FTT deutlich stärker getroffen werden. Man kann sogar noch einen Schritt weiter gehen, indem man sich überlegt, was mit jenem Teil des Aktienhandels passiert, der nicht durch fundamentale Informationen getrieben wird. Man könnte hier z.B. an das „algorithmic trading“ denken. Auch dieses findet derzeit noch an den Sekundärmärkten mit der höchsten Liquidität, also an der Heimatbörse des Unternehmens, statt. Allerdings ließe sich dieser Teil des Handels leicht verlagern. Derivatebörsen im Nicht-EU-Raum werden sehr schnell auf eine FTT in der EU reagieren und z.B. LEPOs (Low Exercise Price Options) zum Handel anbieten. Diese Derivate stellen ein Substitut zur Aktie dar, so dass ein nicht auf fundamentale Informationen ausgerichteter Handel zur Vermeidung der fiskalischen Belastung leicht aus der EU abwandern kann.
5. Damit wird eine FTT entgegen den von den Befürwortern vorgebrachten Argumenten gerade nicht den kurzfristig angelegten (Derivate-)Handel treffen. Vielmehr wird die Attraktivität des informationsgetriebenen Handels in europäischen Aktien sinken. Somit besteht die Gefahr, dass die Auswertung fundamentaler Unternehmensinformationen steuerlich bestraft wird mit

entsprechenden negativen Konsequenzen für die Effizienz und Liquidität der Aktien- und Anleihemärkte. Gerade der Handel in Aktien von mittleren und kleinen Unternehmen wird davon voraussichtlich am stärksten getroffen werden, da diese Märkte schon heute unter einer zu niedrigen Liquidität leiden. Sinkt diese weiter, werden sich Investoren erst recht aus diesen Märkten zurückziehen. Damit wird sich die Kapitalbeschaffung dieser Unternehmen deutlich verteuern. Die im Vorschlag der Kommission vorgesehene Ausnahme des Primärhandels von der FTT wird daran nichts ändern.

6. Hinsichtlich der rein fiskalischen Rechtfertigung der FTT sei hier auf die Ausführungen des IMF zu diesem Thema verwiesen. Dort sind zahlreiche Argumente aufgeführt, warum unter diesem Gesichtspunkt eine Finanzaktivitätsteuer (Besteuerung der Wertschöpfung im Finanzsektor) einer FTT vorzuziehen ist.³ Diese Argumente gelten besonders dann, wenn man die Einführung der FTT mit dem Hinweis auf die Umsatzsteuerbefreiung des Finanzsektors rechtfertigt. Da die FTT nicht für die Besteuerung einer im Finanzsektor erwirtschafteten Wertschöpfung geeignet ist, sollte sie mit dem Hinweis auf die fehlende Umsatzbesteuerung auch nicht gerechtfertigt werden.

³ IMF (2010), A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector, Final Report for the G-20.