



Technische Universität München

Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung zu den Themen „Die Lasten der Krise gerecht verteilen ...“, Drucksache 17/527, „Finanztransaktionssteuer international vorantreiben“, Drucksache 17/518, und „Eckpunkte für die Finanzmarktregulierung“, Drucksache 17(7)46

von Prof. Dr. Christoph Kaserer



Univ. Prof. Dr. Christoph Kaserer

Lehrstuhl für Finanzmanagement
und Kapitalmärkte

Finanztransaktionssteuer

1. Die ökonomische Rationalität einer Finanztransaktionssteuer kann vereinfachend wie folgt beschrieben werden: wenn Finanztransaktionen besteuert werden, verteuern sich Anlagestrategien um so mehr, je höher deren Kapitalumschlaghäufigkeit ist. Strategien, die auf kurzfristige (z.B. tägliche) Ausbeutung von Kursbewegungen beruhen, werden damit relativ zu längerfristigen Strategien weniger attraktiv. Damit wird Anlagevermögen zugunsten dieser längerfristigen Strategien umgeschichtet, was dämpfend auf kurzfristige Kursbewegungen an den Kapitalmärkten wirken sollte.
2. Der unter 1. beschriebene Wirkungszusammenhang ist im Grundsatz richtig, allerdings ist zu beachten, dass er einerseits durch andere Effekte überlagert wird und andererseits Kollateralwirkungen ausgelöst werden. So ist zu beachten, dass die Kosten einer Transaktionssteuer wesentlich höher sind als die reine Steuerbelastung. Die Steuer, sofern sie tatsächlich wirkt, wird das Handelsvolumen an den Märkten reduzieren. Der damit verbundene Verlust an Liquidität erzeugt unweigerlich höhere Transaktionskosten für die Marktteilnehmer, wie aus zahlreichen wissenschaftlichen Untersuchungen bekannt ist. Beispielhaft sei auf Untersuchungen, die an meinem Lehrstuhl durchgeführt wurden, hingewiesen (Kaserer/Stange 2008, 2009). Diese zeigen, dass die Liquidität in den DAX-Werten rund 20 Mal so hoch ist wie in den MDAX-Werten; bei letzteren sind die rein liquiditätsbedingten Handelskosten dafür rund 3,5 Mal so hoch wie bei den DAX-Werten. Ganz grob kann man sagen, dass am deutschen Aktienmarkt eine Verzehnfachung des Handelsvolumens die Transaktionskosten um rund 0,2%-Punkte reduziert. Zudem wirkt der relative Effekt bei Unternehmen mit ohnehin geringen Börsenumsätzen (z.B. mittelständische Unternehmen) deutlich stärker als bei großen internationalen Gesellschaften. Die Kosten dieser sinkenden Liquidität tragen im Übrigen nicht nur die Investoren, sondern auch die Unternehmen, etwa in Form höherer Kapitalkosten.
3. Die Auswirkung der Finanztransaktionssteuer bei langfristig orientierten Investoren wird unterschätzt, weil auch bei solche Investoren das angesparte Kapital umgeschlagen werden muss (z.B. weil Dividenden- und Zinszahlungen fließen, weil die Vermögensallokation an neue

Arcisstraße 21
D-80290 München

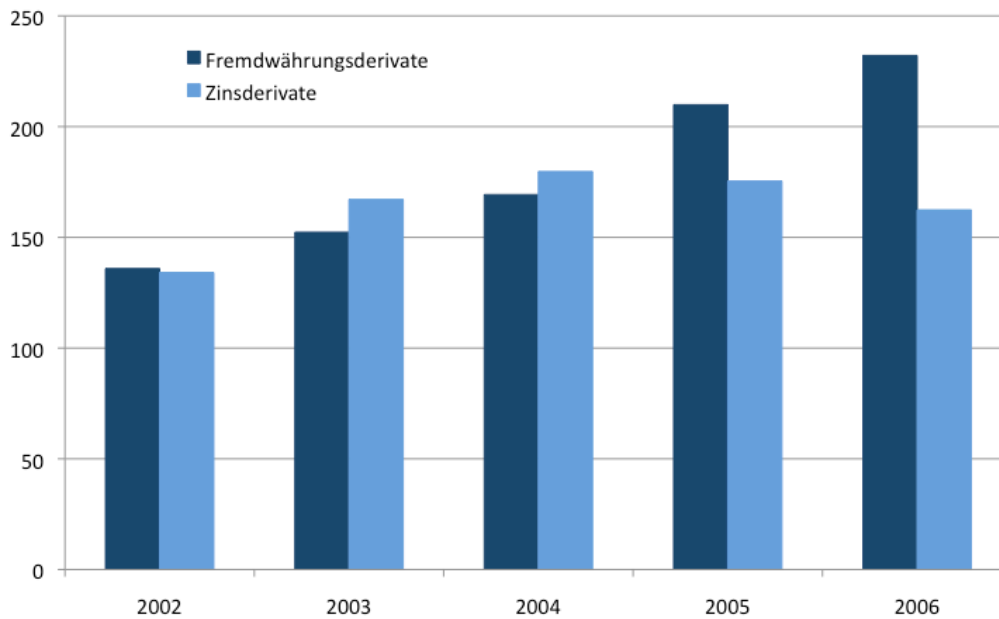
Tel +49.89.289.25489
Fax +49.89.289.25488

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

München, 11.Mai 2010

Marktgegebenheiten angepasst werden muss, etc.). Eine einfache Beispielrechnung zeigt, dass selbst bei einem 40-jährigen Anlagehorizont, einer unterstellten Finanztransaktionssteuer von 0,1%, einer Auswirkung auf die Liquiditätskosten von nochmals 0,1% und einer Umschlaghäufigkeit pro Jahr von $\frac{1}{3}$, das Endvermögen des Investors um 6% reduziert wird. Erhöht man die Umschlaghäufigkeit auf $\frac{1}{2}$, beträgt der Effekt sogar 9%. Dieser Effekt ist keinesfalls völlig vernachlässigbar, wie in den o.g. Drucksachen behauptet wird. Ohne Ausnahmeregelung würde eine Finanztransaktionssteuer im Übrigen zu einer Verteuerung von Versicherungen führen; das Rückversicherungsgeschäft wäre wegen der relativ hohen Kapitalumschlaghäufigkeit (0,7 und höher) ebenfalls deutlich betroffen.

4. Die Einführung einer Finanztransaktionssteuer wird negative Auswirkungen auf die Informationsverarbeitung an den Märkten haben. Wegen der überdurchschnittlichen Belastung von kurzfristig angelegten Anlagestrategien, werden Geschäftsmodelle, die auf die Ausnutzung kurzfristiger Fehlbewertungen angelegt sind, teilweise von den Märkten verschwinden. Dies reduziert nicht nur – wie oben beschrieben – die Liquidität der Märkte, sondern könnte auch dazu führen, dass Informationen weniger schnell verarbeitet werden. So zeigen etwa verschiedene wissenschaftliche Untersuchungen, dass neue Informationen sich an den Terminmärkten deutlich schneller niederschlagen als an den Kassamärkten. Diese Informationsfunktion von Terminmärkten würde durch die Finanztransaktionssteuer beeinträchtigt.
5. Insgesamt lassen diese Überlegungen vermuten, dass eine Finanztransaktionssteuer die Volatilität der Märkte eher erhöht als reduziert. Dafür gibt es auch wissenschaftliche Befunde, wenngleich man darauf hinweisen muss, dass diese Befunden insoweit nicht eindeutig sind, als einige Untersuchungen auch keine Effekte bei der Einführung einer Finanztransaktionssteuer finden.
6. Das Wachstum der Finanzmärkte, insbesondere auch jenes der Derivatmärkte, ist auch durch fundamentale Faktoren getrieben wie etwa die demographische Entwicklung oder das steigende Geldvermögen. Auch ist zu beachten, dass sich Unternehmen heute in sehr viel stärkerem Ausmaß gegen real- und finanzwirtschaftliche Risiken absichern, wie man in der u.a. Abbildung erkennen kann. Allein das Volumen von Währungskontrakten ist zwischen 2002 und 2006 um über 70% gestiegen. Die kosteneffiziente Bereitstellung dieser Absicherungsverträge setzt voraus, dass es einen Derivatehandel gibt, der naturgemäß ein Vielfaches des von den Unternehmen benötigten Volumens erreicht. Eine Finanztransaktionssteuer wird die von den Unternehmen zu zahlenden Absicherungsprämien erhöhen. Zum einen wegen der zu zahlenden Steuer, zum anderen aber auch wegen der dann reduzierten Wettbewerbsintensität auf diesen Märkten.



Nominalwerte von Währungs- und Zinsabsicherungskontrakten deutscher börsennotierter Industrieunternehmen in Mrd. Euro (Quelle: Kaserer (2009))

7. Diesen negativen Wirkungen einer Finanztransaktionssteuer sind die eingangs vermuteten positiven Effekte gegenüberzustellen. Richtig ist, dass die Steuer tendenziell dazu führt, dass so genannte „noise trader“, also Investoren, deren Transaktionen nicht durch fundamentale Informationen ausgelöst werden, von den Märkten verdrängt werden. Dies sollte sich dämpfend auf die Volatilität der Märkte auswirken. Somit hängt der zu erwartende Preiseffekt einer Finanztransaktionssteuer letztlich davon ab, welcher der oben beschriebenen Effekte überwiegt. Allerdings deutet empirisch bisher wenig darauf hin, dass die zuletzt genannten positiven Effekte die zuerst genannten negativen Effekte überwiegen. Möglicherweise sind die Effekte von Markt zu Markt auch unterschiedlich, weil die Präsenz von „noise tradern“ auf Derivatemärkten möglicherweise eine andere ist als auf Kassamärkten.
8. Insgesamt muss man festhalten, dass die Einführung einer Finanztransaktionssteuer ein äußerst kompliziertes Experiment mit ungewissem Ausgang darstellen würde. Das damit verbundene Risiko ist umso höher, weil unklar ist, mittels welcher Mechanismen eine Umgehung dieser Steuer durch Verlagerung von Transaktionen ins Ausland möglich wäre. Damit würden letztlich Handelsaktivitäten auf off-shore-Finanzplätze verlagert, was insbesondere unter dem Gesichtspunkt der notwendigen Kontrolle von Derivatemärkten zur Sicherung der Finanzmarktstabilität äußerst kontraproduktiv wäre.
9. Ein Problem unserer modernen Finanzmärkte besteht darin, dass für institutionelle Investoren Herdenverhalten individuell rational sein kann. Dies erzeugt letztlich eine schädliche zusätzliche Volatilität an den Märkten. Eine Finanztransaktionssteuer würde daran aber im Grundsatz nichts ändern.

Diesem Problem könnte man wirksamer begegnen, wenn man den seit Jahren anhaltenden weltweiten Trend zu einer Intermediatisierung der Vermögensanlage entgegen wirken würde. So hat sich in Deutschland der Anteil der von Investmentfonds verwalteten Vermögen in den letzten 20 Jahren verdoppelt. Das Alterseinkünftegesetz hat diesen Trend verstärkt.

Eckpunkte der Finanzmarktregulierung

10. Die von der Bundesregierung gemachten Vorschläge zur Finanzmarktregulierung gehen in die richtige Richtung. Eine stärkere Kontrolle systemrelevanter Banken ist dringend notwendig. Hierzu gehört die Einführung eines Restrukturierungsverfahrens für diese Banken, welches fast 3 Jahre nach Ausbruch der Finanzmarktkrise leider immer noch nicht implementiert ist. Ein auf diese systemrelevanten Banken zugeschnittener Stabilitäts-Fonds wäre ebenfalls denkbar.

11. Leider findet sich in den Eckpunkten zur Finanzmarktregulierung kein Hinweis auf die dringend notwendige Änderung der Bankenaufsicht, welche künftig sehr viel stärker die systemischen Risiken überwachen muss als dies in der Vergangenheit der Fall war. Hier ist ein Paradigmenwechsel in unserem System der Bankenaufsicht notwendig, welcher insbesondere zu einer verstärkten Kontrolle der systemrelevanten Banken führen muss.¹ Wegen der zumindest teilweisen faktischen Staatshaftung, die diese Banken genießen, ist ein solcher Eingriff auch wettbewerbspolitisch geboten.

¹ Es sei hier auf mein Gutachten „Reformbedarf und Reformoptionen im Finanzdienstleistungssektor - Lehren aus der Finanzmarktkrise“ verwiesen, in welchem ich die Einführung einer zweistufigen Bankenaufsicht vorschlage; verfügbar unter: www.fm.wi.tum.de.