

Schäfer, Dorothea

Article

Finanztransaktionssteuer: Kurzfristigen Handel verteuern, Finanzmärkte stabilisieren

DIW Wochenbericht

Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Schäfer, Dorothea (2012) : Finanztransaktionssteuer: Kurzfristigen Handel verteuern, Finanzmärkte stabilisieren, DIW Wochenbericht, ISSN 0012-1304, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Vol. 79, Iss. 8, pp. 3-12

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/58080>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Finanztransaktionssteuer: kurzfristigen Handel verteuern, Finanzmärkte stabilisieren

Von Dorothea Schäfer

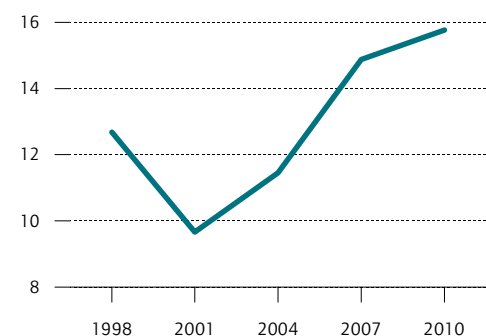
Eine Finanztransaktionssteuer kann neben der Finanzmarktregulierung das zentrale Instrument sein, um die Finanzmärkte in Zukunft wieder robuster zu machen. Wenn sie breit angelegt ist, zielt sie auf die Eindämmung von Regulierungsarbitrage, Blitzhandel, überaktivem Portfolio-Management und exzessiven Hebel- und Spekulationsgeschäften und setzt somit auch bei jener Klasse von Aktivitäten an, die mit zur Finanzkrise beigetragen haben. Selbst wenn sich durch die Steuer die Finanzmärkte nicht wieder stärker an den realwirtschaftlichen Bedingungen orientieren, generiert die Steuer zumindest Einnahmen und trägt so zur Deckung der Kosten der Finanzkrise bei. Der Trend zu zentralen Clearing- und Verwahrestellen erleichtert den Einzug der Finanztransaktionssteuer und erschwert die Steuerumgehung. Steuerumgehung ist freilich nie vollständig vermeidbar. Die Wirkung der Steuer sollte daher sorgsam beobachtet werden, damit Steuerschlupflöcher rasch gestopft und Verlagerungsplänen entgegengewirkt werden kann.

Der Devisenhandel gehört zu den aktivsten Segmenten im Finanzmarkt. Laut Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hat der durchschnittliche Tagesumsatz an den Devisenmärkten (Kassa- und Derivatehandel) der 53 wichtigsten Länder zwischen 2007 und 2010 um etwa 20 Prozent auf 4 000 Milliarden US-Dollar zugenommen.¹ Auf das Jahr bezogen, entspricht der Tagesumsatz einem Handelsvolumen von etwa 1 000 Billionen US-Dollar.² Im Jahr 2010 belief sich diese Summe auf mehr als das 15-fache des globalen Bruttoinlandsprodukts von gut 63 Billionen US-Dollar (Abbildung 1).

- ¹ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2010): Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivatives market activity in April 2010. Das Survey wird alle drei Jahre erhoben: 1998, 2001, 2004, 2007 und 2010; King, M. R., Rime, D. (2010): The 4\$ trillion question: what explains FX growth since 2007 Survey? in BIS Quarterly Review Special feature. Die Erhebung wird jeweils im April durchgeführt. Die BIS Erhebung (triennial survey) deckt etwa 97 Prozent des gesamten Derivate-Handels in den beteiligten Ökonomien ab.
- ² Unterstellt werden 250 Handelstage.

Abbildung 1

Handelsvolumen auf den Devisenmärkten Währungsgeschäfte je Einheit Bruttoinlandsprodukt



Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ); World Bank; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2012

Das Handelsvolumen wuchs vor der Finanzkrise exzessiv..

Anders als im Jahr 2001, mitten in der Dot-com-Krise, gingen in der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise die Devisengeschäfte im Verhältnis zur gesamtwirtschaftlichen Leistung nicht zurück. Bemerkenswerterweise sanken jedoch die Umsätze mit Kunden außerhalb des Finanzsektors. Dies deutet darauf hin, dass im Krisenzeitraum das Volumen der Handels- und Absicherungsgeschäfte der Realwirtschaft eher geringer geworden ist. Diese Vermutung spiegelt sich auch im Verhältnis zwischen Umsätzen am Devisenmarkt und weltweitem Handelsvolumen (Abbildung 2). Die Entwicklung an den Devisenmärkten dürfte durch spekulative Kapitalströme dominiert sein.

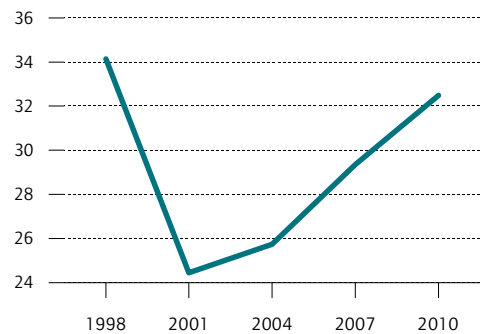
Die Ursachen für das Wachstum im Devisenhandel sieht die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in der gestiegenen Aktivität von Hochfrequenz-Händlern, kleineren Banken als Kunden der großen Handelsbanken und von privaten Online-Händlern. Die hohen Investitionen der großen Banken in den Eigenhandelsbereich haben die Konzentration im Devisenhandel weiter befördert.³

Im Zuge der anhaltenden Finanzkrise haben es derivative Geschäfte wie Verbriefungen auf der Basis von US-Subprime-Hypotheken (Collateralized Debt Obligations) und Kreditversicherungen (Credit Default Swaps) zu zweifelhafter Berühmtheit gebracht. Derivate leiten sich aus traditionellen Finanzprodukten wie Aktien, Anleihen oder Krediten ab. In diesem hochinnovativen

3 King, M.R., Rime, D. (2010), a. a. O.

Abbildung 2

Umsätze am Devisenmarkt und Welthandel
Währungsgeschäfte je Einheit Welthandel



Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ); World Bank; WHO; Berechnungen des DIW Berlin.

Die Finanztransaktionen laufen der Realwirtschaft davon.

Segment wurden in den vergangenen Jahren unzählige neue Produkte auf den Markt gebracht.

Der ausstehende Nominalwert⁴ der sogenannten *Over the Counter (OTC)-Derivate*, also der nicht an Börsen gehandelten Derivate, ist rasant gestiegen und beträgt ein zweistelliges Vielfaches des Bruttoinlandsprodukts. Bezogen auf die G10-Staaten einschließlich der Schweiz lag das Verhältnis im Jahr 2011 bei knapp 20 (Abbildung 3).⁵

Seit 2000 hat sich der ausstehende Nominalwert der OTC-Derivate versiebenfacht. Der Handel mit Derivaten an Börsen hat sich zwischen 1990 und 2007 verachtzehnfacht. Nach einer kurzen Stagnation ist das Handelsvolumen 2011 wieder substantiell gewachsen (Abbildung 4). Verantwortlich für diese Entwicklungen sind eine starke Reduktion der Transaktionskosten auf bis ein Zehntel des Niveaus der 80er Jahre,⁶ ein Rückgang der durchschnittlichen Haltedauer und eine Vielzahl neuer Produkte. Der Derivate-Handel erlaubt einen im Vergleich zum Kassamarkt sehr viel geringeren Kapitaleinsatz. Entsprechend groß ist die Hebelwirkung. Mit der starken Zunahme des Derivate-Handels geht folglich auch eine Erhöhung der Liquiditäts- und Ausfallrisiken einher.

4 Der Nominalwert ist der Kurs/Preis des Basiswertes multipliziert mit der Anzahl der Kontrakte.

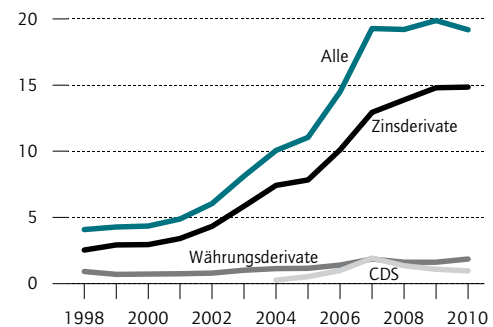
5 Die G10 besteht aus Belgien, Kanada, Frankreich, Deutschland, Italien, Japan, den Niederlanden, Schweden, Großbritannien und den USA.

6 Matheson, T. (2011): Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence. Working Paper 11/54, Internationaler Währungsfonds.

Abbildung 3

OTC-Derivate und Bruttoinlandsprodukt

Nominalwerte ausstehender Derivate je Einheit Bruttoinlandsprodukt



Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ); OECD; Berechnungen des DIW Berlin.

Der Schattenhandel ist rasant gestiegen.

Die Finanztransaktionssteuer setzt an diesen Entwicklungen an. Durch Drosselung des Transaktionsvolumens sollen die Finanzmärkte wieder stärker an die Realwirtschaft gekoppelt werden. Da Wertpapierbesitz und damit auch der Handel mit finanziellen Vermögensgegenständen überproportional häufig in den oberen Einkommens- und Vermögenschichten vorkommt, wirkt die Steuer progressiv.⁷

Hohe Steuerlast nur bei häufiger Aktivität

Die Bemessungsgrundlage der Finanztransaktionssteuer ist in der Regel der Nominalwert des gehandelten Papiers. Der EU-Vorschlag sieht vor, den Handel mit Aktien und Anleihen mit einem Steuersatz von 0,2 Prozent und Derivate mit einem Steuersatz von 0,02 Prozent zu belegen.⁸ Die Hälfte der Steuerbelastung trägt der Verkäufer, die andere Hälfte der Käufer. Wegen dieser vergleichsweise geringen Steuersätze kann eine in Relation zum Nominalwert hohe Steuerbelastung nur durch häufigen Handel zustande kommen. Ein geringer Umschlag hält dementsprechend den Steuerbetrag niedrig.

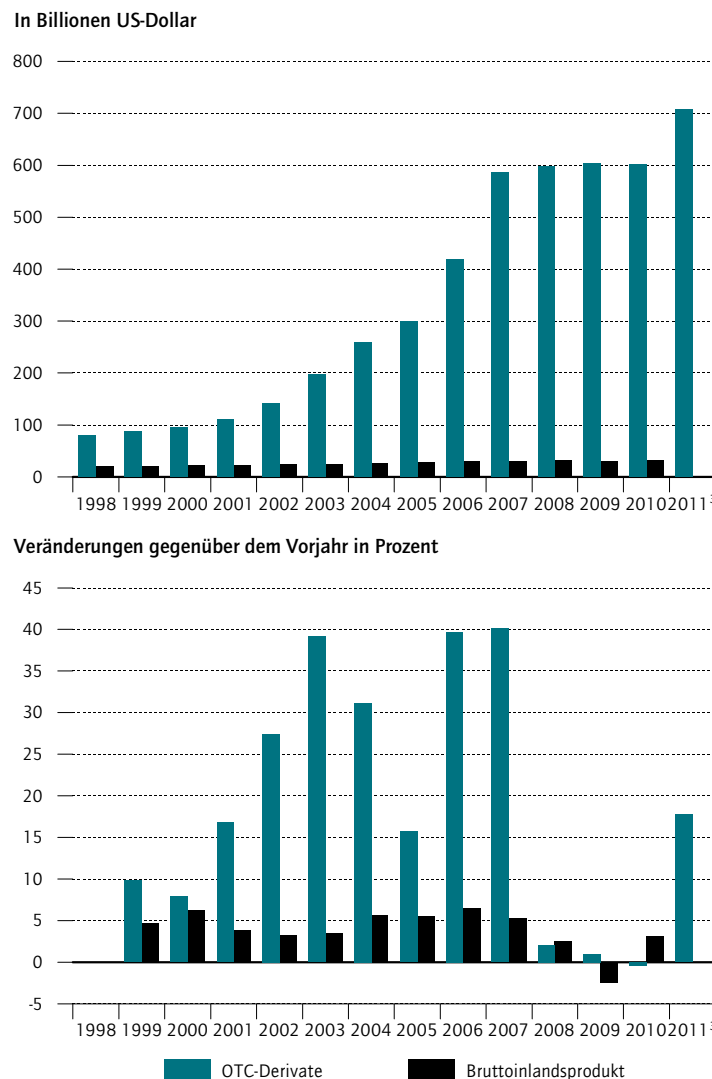
Das lässt sich anhand eines Vergleichs zwischen einem eher passiven und einem eher aktiven Fondsmanager leicht zeigen. Für beide sei ein identisches Portfolio von jeweils 1 000 Anteilspapieren zum Preis von 100 Euro pro Papier angenommen. Der passive Manager schlage 25 Prozent seines Portfolios einmal im Jahr um, wohingegen beim aktiven Management alle Papiere zweimal im Jahr durch andere ersetzt werden. Somit zeigt der aktive Manager im Vergleich zu seinem Pendant eine 8-fach erhöhte Handelsaktivität. Die Transaktionssteuer in Höhe von 0,1 Prozent wird fällig, wenn der Fondsmanager Wertpapiere handelt, also sowohl beim Kauf als auch beim Verkauf.

Dementsprechend unterschiedlich fällt die Steuerschuld am Ende des Jahres aus. 50 Euro, und damit 0,05 Prozent des Portfoliowertes, muss der passive Manager pro Jahr abführen. Auf den Fonds mit den oft gehandelten Papieren kommen hingegen 400 Euro und damit 0,4 Prozent des Gesamtwertes des Portfolios zu.

Der Effekt der Umschlagshäufigkeit zeigt sich noch deutlicher, wenn man die Wertentwicklung eines Aktienfonds über 40 Jahre verfolgt. Dabei wird von einem

Abbildung 4

OTC-Derivate¹ und Bruttoinlandsprodukt²



1 Ausstehende Nominalwerte.

2 GIO zuzüglich der Schweiz.

3 Jahresmitte.

Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ); OECD; Berechnungen des DIW Berlin.

Der Derivate-Handel übersteigt das Bruttoinlandsprodukt um ein Vielfaches, und das Missverhältnis nimmt nach der Finanzkrise erneut kräftig zu.

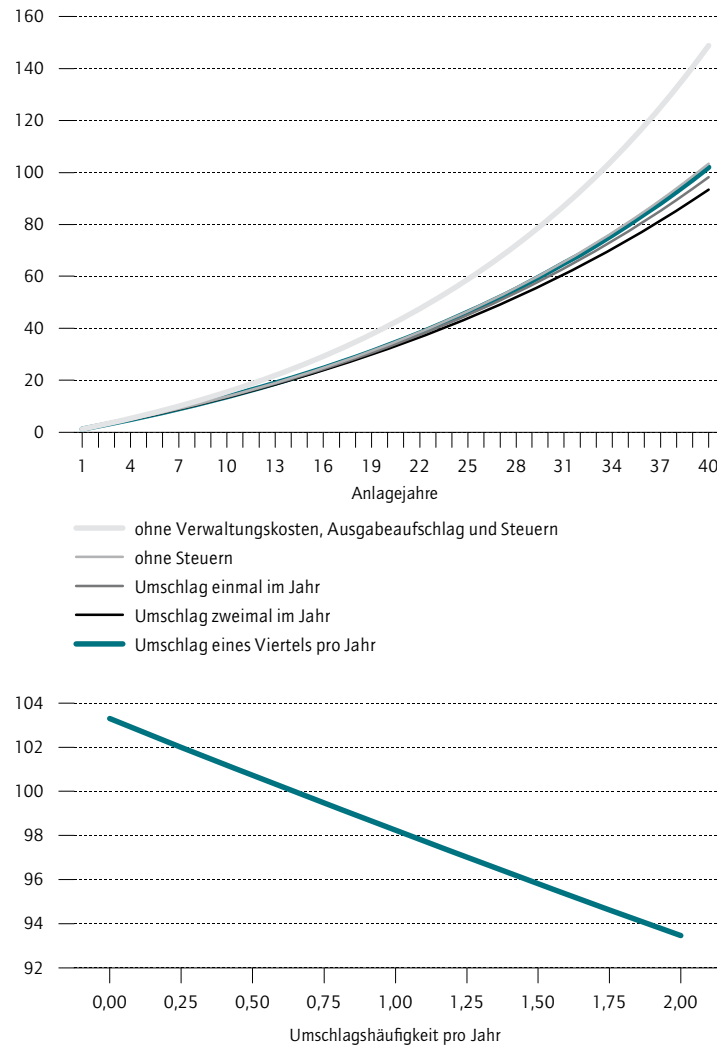
monatlichen Sparbetrag von 100 Euro ausgegangen. Der Ausgabeaufschlag betrage fünf Prozent, und der jährlich fällige Verwaltungskostensatz belaufe sich auf 1,2 Prozent. Die jährliche Rendite des Fonds liege bei fünf Prozent. Die Transaktionssteuer wird fällig, wenn der Fondsmanager Wertpapiere handelt, also sowohl beim Kauf als auch beim Verkauf. Eine Transaktion im Wert von 100 Euro (Verkauf und Kauf der zugrunde lie-

7 In Deutschland besaßen die oberen zwei Dezile der Bevölkerung etwa 80 Prozent des gesamten Nettovermögens. Frick, J., Grabka, M.: Gestiegene Vermögensungleichheit in Deutschland. Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 4/2009. Zur progressiven Wirkung der Finanztransaktionssteuer vgl. Matheson, T. (2011), a. a. O.

8 Europäische Kommission (2011): Richtlinienvorschlag der Europäischen Kommission zur Finanztransaktionssteuer. Ratsdok. Nr. 14942/11.

Abbildung 5

Portfoliowert¹ in Abhängigkeit von der Umschlagshäufigkeit
In 1 000 Euro



¹ Kumulierter Endwert mit Ausgabeaufschlag, Verwaltungskosten und Steuern des laufenden Jahres.
Quelle: Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2012

Die Umschlagshäufigkeit hat einen negativen Einfluss auf die Portfolioentwicklung.

genden Aktien) zieht demnach für den Fonds in diesem Beispiel eine Steuerschuld von 20 Cent nach sich.

Ohne Ausgabeaufschlag, Verwaltungskosten und Besteuerung beträgt der Wert des Portfolios nach 40 Jahren knappe 150 000 Euro (Abbildung 5). Ausgabeaufschlag und jährliche Verwaltungskosten reduzieren den Endwert um mehr als 40 000 Euro. Ist die Handelsaktivität wie oben angenommen sehr hoch, und wird das gesamte Portfolio jedes Jahr zwei Mal umgeschlagen, betragen die Bruttokosten der Finanztransaktionssteuer nach 40 Jahren über 14 000 Euro. Allerdings flacht sich

durch die Besteuerung der Umschlagshäufigkeit auch die Wertentwicklung des Portfolios ab. Die Bemessungsgrundlage für die Verwaltungskosten ist somit niedriger als ohne Steuern. Ein Teil der Steuer wird folglich durch den Rückgang der Verwaltungskosten wieder eingespart. Die tatsächliche Steuerlast bei einem zweifachen Komplettumschlag summiert sich daher am Ende der 40-jährigen Ansparphase auf knappe 10 000 Euro.

Anders sieht es aus, wenn der Fonds sein Portfolio selten umschlägt. Wird pro Jahr nur jeweils ein Viertel des Gesamtportfolios durch neue Wertpapiere ersetzt, beträgt der Endwert der Steuer am Ende der 40-jährigen Ansparphase lediglich knappe 1 400 Euro. Der Endwert ergibt sich aus der Summe der aufgezinsten tatsächlich pro Jahr entrichteten Steuern. Der tatsächlich gezahlte Steuerbetrag ohne Verzinsung liegt bei etwas mehr als 800 Euro. Die Steuerbelastung ist nur ein Bruchteil der durch Ausgabeaufschlag und jährliche Verwaltungskosten verursachten Kosten. Die Steuer fällt unter diesen Umständen kaum ins Gewicht und beeinträchtigt die Wertentwicklung des Portfolios nicht nennenswert.

Altersvorsorgesparer sollten daher nach Einführung einer Finanztransaktionssteuer die Fondsanbieter dahingehend aussuchen, welche Gesamtkosten aus Ausgabeaufschlag, Verwaltungsgebühr und Finanztransaktionssteuer auf sie zukommen. Bei einem hinreichend großen Wettbewerb zwischen den Fondsanbietern ist zu erwarten, dass die Finanztransaktionssteuer über die Fondsgebühren aufgefangen wird. In einem wettbewerbsintensiven Umfeld haben die Fondsanbieter folglich ein Interesse, die Umschlagshäufigkeit und damit die Steuerlast gering zu halten. Die Finanztransaktionssteuer ist somit ein Programm zur Verminderung der Handelsaktivität und zur Verlängerung der Haltedauer von Wertpapieren.⁹

Transaktionssteuer kann krisenhafte Entwicklungen bremsen

Vor der Finanzkrise wurden aus einfachen kreditbesicherten Verbriefungen zunächst wertpapierbesicherte Verbriefungen, sogenannte CDOs (Collateral-Debt Obligations) konstruiert, dann aus diesen „Verbriefungen im Quadrat (CDOs squared)“ abgeleitet und schließlich „Verbriefungen im Doppelquadrat (CDOs cubed)“ er-

⁹ Andrew Haldane hält Anreize zur Verlängerung der Haltedauern für zwingend notwendig, um die Kurzfristorientierung auf den Märkten zu durchbrechen. Haldane, A. (2010): Patience and Finance. Paper of the Bank of England, www.bankofengland.co.uk/publications/news/2010/067.htm.

zeugt.¹⁰ Die Derivatekette machte die Identifizierung des ursprünglichen Kreditnehmers und damit die Kreditanierung unmöglich. Diese Unübersichtlichkeit und Komplexität der Konstruktionen hat nach 2007 mit zum raschen Zusammenbruch des CDO-Marktes beigetragen.¹¹ Wenn durch Finanzinnovation aus einem Standardprodukt eine Kaskade weiterer Produkte erzeugt wird, vervielfachen sich die Handelsaktivitäten und damit auch die Steuerlast im System. Folglich ist zu erwarten, dass solche oder ähnlich gestaltete Finanzinnovationen durch die Transaktionssteuer an Attraktivität verlieren.

Der spekulative Handel mit Derivaten, die von den zugrundeliegenden Produkten völlig losgelöst sind, wie ungedeckte Leerverkäufe und Kreditversicherungen, tendiert ebenfalls dazu, sich explosionsartig zu vermehren. Schließlich gehen die Gestehungskosten für diese Art von Finanzprodukten gegen null.¹² Die europäische Börsenaufsicht ESMA kann zwar ungedeckte Leerverkäufe in Krisenzeiten künftig befristet verbieten, um Finanzmarkturbulenzen entgegenzuwirken. Eine Steuer dürfte aber die Attraktivität des Markteintritts und damit auch die Gesamtaktivität der Finanzinstitute in diesem Segment dämpfen.

Ein dämpfender Effekt durch die Finanztransaktionssteuer ist auch bei Finanzgeschäften zu erwarten, die allein aus regulatorischen Gründen getätigt werden. Ein Beispiel dafür sind bestimmte Repo-Geschäfte. Repo-Geschäfte beinhalten den Verkauf eines Vermögensgegenstandes bei gleichzeitiger Rückkaufvereinbarung. Sie eignen sich deshalb für die kurzzeitige Auslagerung von Bilanzpositionen, so dass die Bilanzsumme zu einem bestimmten Stichtag kleiner aussieht, als sie tatsächlich ist.¹³ Das für die Bankenregulierung relevante Verhältnis zwischen Eigenkapital und Bilanzsumme, die Leverage Ratio, erscheint folglich größer.

Die US-Investmentbank Lehman Brothers hat Repo-Geschäfte regelmäßig zur Reduktion ihrer Bilanzsumme genutzt. Spätestens ab 2015, wenn Basel III die Publikation der Leverage Ratio vorschreibt und Unterschreitungen der vorläufigen Drei-Prozent-Marke zum Vertrauensverlust führen können, besteht auch für europäische Banken ein Anreiz, solche Operationen durchzuführen.¹⁴ Die Finanztransaktionssteuer wirkt diesem Anreiz entgegen.

Ein anderes Beispiel für eine aus Regulierungssicht unerwünschte Aktivität ist die Auslagerung von Geschäften in das Schattenbanksystem, zum Beispiel in Tochterfirmen, Hedgefonds¹⁵ oder selbständige Zweckgesellschaften. Vormalig interne Transaktionen werden so zu (möglicherweise gebührenbehafteten) Handelsgeschäften zwischen selbständigen Einheiten. Die Finanztransaktionssteuer bestraft die Auslagerung und belohnt die Internalisierung von Transaktionen und wirkt so dem Schattenbanksystem entgegen.

Steuer dämpft Hochfrequenzhandel ein

Die Haltedauer einer US-amerikanischen Aktie wird bis in die 70er Jahre des vergangenen Jahrhunderts mit durchschnittlich etwa sieben Jahren angegeben. Danach kam es zu einer radikalen Verkürzung. Im Jahr 2000 lag die Haltedauer bereits bei weniger als zwei Jahren. 2007 betrug sie nur mehr sieben Monate. Die Entwicklung in Großbritannien war ähnlich.¹⁶

Für hohe Umschlagsgeschwindigkeiten, steigende Transaktionszahlen und eine immer kürzere durchschnittliche Haltedauer von Wertpapieren sind zunehmend Hochfrequenzhändler (High Frequency Trader, HFT) verantwortlich. HFT ist eine Form des automatisierten Handels. Die Chicago Federal Reserve Bank schätzt, dass 2009 etwa 70 Prozent des US-amerikanischen Aktienhandels über hochleistungsfähige Handelscomputer liefen.¹⁷ Für europäische Märkte wird davon ausgegangen, dass der Marktanteil des Hochfrequenzhandels zwischen 30 und 40 Prozent liegt.¹⁸ Oft folgen die Computer beobachteten Handelsmustern. Sie stehen daher auch im Verdacht, den Herdentrieb zu ver-

10 Mortgage-Backed Security bezeichnet eine Bond-Emission, deren unterschiedlich geratete Tranchen durch Hypothekarkredite besichert sind. Collateralized Debt Obligation ist eine Bond-Emission, deren einzelne Tranchen durch die Verbriefung der Hypothekarkredite, also durch Mortgage-Backed Securities abgesichert sind. CDO squared sind eine Bond-Emission, die über CDOs abgesichert ist und CDO cubed ist eine Bond-Emission, die über Collateral Debt Obligation squared besichert ist. Will der Halter einer Collateral Debt Obligation squared mit Zahlungsstörungen herausfinden, welche der ursprünglichen Kredite diese Zahlungsstörungen verursachen, muss er den Entstehungsprozess seines Wertpapiers über vier Stufen zurückverfolgen. Dies hat sich im Zuge der Finanzkrise als sehr schwierig herausgestellt.

11 Schäfer, D., Zimmermann, K. F. (2009): Bad Bank(s) and Recapitalization of the Banking Sector. *Intereconomics*, 2009, 44 (4), 215-225.

12 Ungedeckte CDS werden zu Spekulationszwecken emittiert und gehandelt. Aufgrund dieses Motivs findet vermutlich in den meisten Fällen keine Absicherung für den Fall der tatsächlichen Fälligkeit der Kreditversicherung statt.

13 Banken führen auch mit der Zentralbank Repo-Geschäfte durch. Solche Geschäfte sind gemäß des Vorschlags der EU-Kommission von der Steuer ausgenommen.

14 Binder, S., Schäfer, D. (2011): Banken werden immer größer. *DIW Wochenbericht* Nr. 32/2011.

15 Die Finanzkrise trat 2007 in ihre akute Phase, als die Investmentbank Bear Stearns zwei ihrer Hedgefonds High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund und High-Grade Structured Credit Fund schließen musste.

16 Haldane, A. (2010), a. a. O.

17 Clark, C. (2010): Controlling risk in a lightning-speed trading environment. *Chicago Fed Letter*.

18 Schulmeister et al. (2011): Implementation of a General Financial Transactions Tax. WIFO-Publikation.

stärken und damit zur Bildung von Blasen auf den Finanzmärkten beizutragen.¹⁹

Die Computer können aber auch in Sekundenbruchteilen Kauf- oder Verkaufsaufträge analysieren und damit Rahm abschöpfen. Platziert beispielsweise ein Pensionsfonds einen Kaufauftrag für eine Aktie, gibt das Computerprogramm Kaufaufträge für die gleichen Titel ein, kommt dem Pensionsfonds zuvor, und verkauft die erworbenen Papiere dann sofort wieder zu einem minimal höheren Preis. Millionen solcher Transaktionen können hohe Gewinne zum Beispiel auf Kosten von Pensionsfonds erzeugen.

In der Vergangenheit haben Börsen diese Form von Arbitrage noch wesentlich erleichtert, indem sie Hochfrequenzhändlern vorab Einblicke in Kauforders gewährten (Blitzhandel).²⁰ HFT-Systeme fingieren aber auch Aufträge, um herauszufinden, welchen Preis andere Händler zu zahlen bereit sind. Unmittelbar nach dem Absenden werden diese Aufträge wieder storniert. Schätzungen besagen, dass zwischen 80 und 90 Prozent der Aufträge im Hochfrequenzhandel wieder storniert werden.²¹ Ist die Zahlungsbereitschaft des Handelspartners bekannt, kann der HFT-Verkäufer die maximale Rendite abschöpfen.

Die im Hochfrequenzhandel getätigten Geschäfte liefern pro Transaktionseinheit oft nur einen minimalen Überschuss. Extrem hohe Umschlagsgeschwindigkeiten ermöglichen dennoch hohe Volumina und daraus resultierend sehr hohe Gesamtgewinne.

Wegen des geringen Überschusses pro Transaktionseinheit reagiert der Hochfrequenzhandel vermutlich sehr stark auf die Erhöhung der Transaktionskosten pro Einheit, so dass mit einem Rückgang des Handelsvolumens gerechnet werden kann. Der Vorschlag der EU-Kommission zur Finanztransaktionssteuer sieht auch vor, Transaktionen zu besteuern, die später wieder storniert oder berichtigt werden. Dies erhöht die Kosten des unerwünschten Ausspähens der Zahlungsbereitschaft der Wertpapierkäufer mittels Platzierung und Stornierung von Kauforders.

¹⁹ www.zerohedge.com/article/scientific-proof-high-frequency-trading-induces-adverse-changes-market-microstructure-and-dy.

²⁰ Das sogenannte Flash Trading ist seit 2009 im Visier der US-amerikanischen Wertpapieraufsicht SEC.

²¹ Die extrem kurzen Haltedauern im Hochfrequenzhandel sind 2010 auch ins Visier der SEC geraten. Präsidentin Schapiro plante eine minimale Haltedauer einzuführen, „to stop high-frequency traders from frenetically canceling deals“. Vgl. auch Chlistalla, M. (2011): High Frequency Trading – Better than its reputation? Deutsche Bank Research.

Finanztransaktionssteuern bereits in mehreren Ländern

Zurzeit erheben mehr als ein Dutzend Staaten Steuern auf Finanzgeschäfte. Der britische Fiskus bittet per Stempelsteuer zur Kasse. Im Euroraum besteuern Belgien, Finnland, Griechenland und Italien Börsengeschäfte (Kasten). Das oft gegen die Funktionsfähigkeit der Finanztransaktionssteuer in Feld geführte Argument der Steuerumgehung zieht nicht, wenn die Ausgestaltung entsprechend gewählt wird. Das zeigt exemplarisch der Vergleich zwischen Großbritannien und Schweden.

An den Sitz des Unternehmens gebundene Stempelsteuer in Großbritannien ...

Die Stempelsteuer auf den elektronischen Handel (Stamp Duty Reserve Tax) bringt dem britischen Fiskus etwas mehr als dreieinhalb Milliarden Euro pro Jahr ein. Das sind rund 90 Prozent des Aufkommens aus der gesamten Stempelsteuer von gut vier Milliarden Euro. Besteuert wird der Handel mit Wertpapieren, die Unternehmen in Großbritannien ausgeben. Der Steuersatz beträgt vergleichsweise hohe 0,5 Prozent des Kaufpreises des Wertpapiers. Das ist etwa doppelt so viel wie die durchschnittlichen Transaktionskosten. Derivate werden von der Steuer nicht erfasst.

Die Steuer gilt nicht für Aktien von Unternehmen, die an britischen Börsen gelistet sind, aber ihren Sitz im Ausland haben. Zusätzlich gibt es eine Vielzahl von Ausnahmeregelungen. Zum Beispiel sind Transaktionen von Händlern, die Aktien zum Zwecke der Liquiditätssicherung erwerben, von der Steuer ausgenommen. Laut Schätzungen werden nur 20 Prozent des Handels an der Londoner Börse von der Steuer erfasst.²²

Ein zentrales Merkmal der britischen Stempelsteuer verhindert eine geographische Verlagerung der Handelsaktivitäten. Die Steuer gilt für den Handel mit Wertpapieren von Unternehmen, die selbst oder deren Muttergesellschaft ihren Sitz in Großbritannien haben, unabhängig davon, ob diese Papiere in London, Frankfurt, Paris oder New York gekauft oder verkauft werden. Die Abwicklung erfolgt effizient durch CREST, einer zentralen Abwicklungs- und Verwahrungsgesellschaft. Seit 2002 gehört CREST zur Euroclear Group. An Euroclear nehmen über 2000 Finanzinstitute in mehr als 90 Ländern teil.²³ Die Steuer wird bei Transfer der Aktie automatisch eingezogen. Die Einnahmen pro Jahr

²² Matheson, T. (2011), a. a. O.

²³ www.euroclear.com.

pendeln um 0,2 Prozent des britischen Bruttoinlandsprodukts.²⁴

Der Einzug der an Handelsplätzen außerhalb Großbritanniens anfallenden Steuer scheint keine nennenswerten Probleme zu verursachen. Diese Beobachtung widerspricht der immer wieder geäußerten Befürchtung, dass eine im nationalen Alleingang oder im Alleingang der Euroländer eingeführte Steuer auf Handelsplätzen außerhalb des Geltungsbereichs des Gesetzes nicht durchsetzbar sei.

... versus handelsplatzgebundene Transaktionssteuer in Schweden

Schweden führte 1984 eine Steuer von 0,5 Prozent auf den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren ein. Die Steuer wurde auf alle Transaktionen innerhalb Schwedens erhoben. Wegen der Bindung an den Handelsplatz ließ sich die Steuer vergleichsweise leicht vermeiden. Der Handel musste lediglich auf ausländische Börsen verlagert werden. Die Steuereinnahmen entwickelten sich von Anfang an enttäuschend. Bis 1990 waren etwa 50 Prozent des schwedischen Börsenhandels nach Großbritannien umgezogen. Der seit Einführung der Steuer feststellbare Rückgang des Handelsvolumens dürfte allerdings nicht nur der Transaktionssteuer, sondern auch der heraufziehenden Finanzkrise in den nordischen Ländern geschuldet gewesen sein.²⁵ Im Jahr 1991, inmitten der schwedischen Finanzkrise, wurde die Steuer wieder abgeschafft. Mit dem Abebben der Finanzkrise wuchs auch das Handelsvolumen in Schweden wieder deutlich.²⁶

Vorschlag der EU-Kommission: Sitzlandprinzip für Käufer und Verkäufer

Um die Umgehung möglichst gering zu halten, sieht der Richtlinienvorschlag der EU-Kommission das Sitzlandprinzip vor. Danach wird jede Transaktion besteuert, bei der entweder der Käufer oder der Verkäufer aus dem Geltungsbereich des Gesetzes kommt. Die Umgehung der Steuer setzt damit zwingend das Ausweichen beider Vertragsparteien in den Nichtgeltungsbereich des Gesetzes voraus. Hat eine Vertragspartei

ihren Sitz außerhalb der Steuerzone, haftet die Partei innerhalb der Steuerzone gesamtschuldnerisch. Bei einem unwilligen externen Vertragspartner kann sich daher der Steuersatz auch auf 0,2 Prozent erhöhen. Die Belastung des Käufers und des Verkäufers jeweils mit 0,1 Prozent zieht bei Vertragspartnern aus unterschiedlichen Ländern die sofortige Aufteilung des Steueraufkommens auf die beiden Heimatstaaten nach sich. Der Vorteil dieser Regelung ist, dass das Steueraufkommen nicht ex post umverteilt werden muss.

Bei vielen der gemäß EU-Richtlinienvorschlag zu steuernden Transaktionen (zum Beispiel der Handel von Derivaten und Verbriefungen) sind Käufer und Verkäufer international tätige große Finanzinstitute. Diese könnten die Transaktionen über ihre Tochtergesellschaften außerhalb des Geltungsbereichs des Gesetzes durchführen. Um diesem Problem zu begegnen, könnte die Steuerpflicht von vornherein an das Sitzland der kaufenden oder verkaufenden Muttergesellschaft gebunden werden.

Steuerungsumgehung geschieht nicht nur durch Verlagerung, sondern auch durch Finanzinnovationen. Die steuerinduzierte Finanzinnovation dürfte allerdings nur eine geringe Rolle spielen, wenn grundsätzlich jedes neue Produkt besteuert wird, es sei denn der Erzeuger kann nachweisen, dass das Produkt nicht unter das Gesetz fällt.

Transaktionssteuer gemäß EU-Vorschlag ist der britischen Börsenumsatzsteuer vorzuziehen

Die EU-Kommission schlägt vor, alle Derivate inklusive Verbriefungen der Steuer zu unterwerfen. Auch stornierte Kauf- und Verkaufsaufträge sollen Gegenstand der Besteuerung sein. Transaktionen im Primärmarkt wie zum Beispiel der Kauf und Verkauf von Aktien durch Privatpersonen sollen hingegen weitgehend von der Steuer befreit sein, ebenso wie Darlehens- und Anleihetätigkeiten von Haushalten und Unternehmen sowie Transaktionen in Zusammenhang mit der EZB. Diese Ausnahmen sollen sicherstellen, dass die unmittelbare Finanzierung der Realwirtschaft inklusive der Finanzierung der privaten Haushalte durch die Steuer nicht beeinträchtigt wird. Dies ist insofern gerechtfertigt, als mit der Steuer in erster Linie der Handel mit Finanzinstrumenten durch Finanzinstitute getroffen und gelenkt werden soll.

Kritischer hingegen ist die Ausnahme der Devisenkassengeschäfte zu sehen. Die sehr starke Ausdehnung in den letzten Jahren und die Abkopplung von den realen Handelsaktivitäten lassen es geboten erscheinen, den

²⁴ EU-Kommission (2010): Commission Staff Working Paper on Impact Assessment – Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC, www.parlament.gv.at/cgi-bin/eukp.pdf?P_EU=XXIV.pdf/EU/05/98/059894.pdf.

²⁵ Ketzler, R., Schäfer, D. (2009): Nordische Banken Krisen der 90er Jahre: Gemischte Erfahrungen mit „Bad Banks“. Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 5/2009.

²⁶ EU-Kommission (2010), a. a. O.

Kasten

Erhebung von Finanztransaktionssteuern in verschiedenen Ländern

	Börsliche Finanztransaktionssteuer	Außerbörsliche Finanztransaktionssteuer
China	<ul style="list-style-type: none"> • 0,3% Börsenumsatzsteuer bei Kauf/Verkauf von Finanztiteln. 	
Belgien	<ul style="list-style-type: none"> • 0,05%–0,17% Börsenumsatzsteuer beim Kauf/Verkauf von Finanztiteln (max. 500 EUR). • Diverse Sondersteuern auf bestimmte Finanztransaktionen, z. B. 0,07% beim Kauf/Verkauf von belgischen Staatsschuldtiteln (max. 750 EUR). • Es gelten allerdings diverse Einzelfallausnahmen. 	
Finnland		<ul style="list-style-type: none"> • 1,6% Kapitalverkehrssteuer bei außerbörslichem Kauf/Verkauf von Finanztiteln. • Transaktionen, bei denen weder Käufer noch Verkäufer im Inland ansässig sind, oder Aktien von Unternehmen mit Sitz im Ausland werden nicht besteuert.
Griechenland	<ul style="list-style-type: none"> • 0,15% Börsenumsatzsteuer beim Kauf/Verkauf griechischer oder ausländischer, börsennotierter Aktien. 	<ul style="list-style-type: none"> • 5% Kapitalverkehrssteuer bei außerbörslichem Kauf/Verkauf von nicht börsennotierten Aktien.
Großbritannien	<ul style="list-style-type: none"> • Beim Kauf von Aktien, börsenfähigen Wertpapieren und bestimmten Geschäftsanteilen wird eine Stempelsteuer bzw. Stempellersatzsteuer zwischen 0,5%–1,5% fällig. • Es gelten diverse Steuerbefreiungen für bestimmte Finanztransaktionen. 	
Hongkong	<ul style="list-style-type: none"> • 0,1% Börsenumsatzsteuer pro Transaktion. 	
Irland	<ul style="list-style-type: none"> • 1% Stempelsteuer bei Kauf/Verkauf von Aktien oder börsenfähigen Finanztiteln von im Inland ansässigen Unternehmen. • 0,5% Stempelsteuer bei Kauf/Verkauf von Finanztiteln ausländischer Unternehmen. • Es gelten diverse Steuerbefreiungen für bestimmte Finanztransaktionen. 	
Italien	<ul style="list-style-type: none"> • 0,009–0,014% Börsenumsatzsteuer bei Kauf/Verkauf von Finanztiteln. • Befreit sind Transaktionen, die von einem Finanzintermediär durchgeführt werden. 	

	Börsliche Finanztransaktionssteuer	Außerbörsliche Finanztransaktionssteuer
Malta		<ul style="list-style-type: none"> • 2 % Stempelsteuer beim Kauf/Verkauf von börsenfähigen Finanztiteln. • 5 % Stempelsteuer beim Kauf/Verkauf von Wertpapieren eines Unternehmens, dessen Aktiva zu mehr als 75 % aus unbeweglichem Vermögen besteht.
Polen	<ul style="list-style-type: none"> • 1 % „Steuer auf zivilrechtliche Handlungen“ beim Kauf/Verkauf von Finanztiteln (Steuer umfasst nicht nur Finanztransaktionen). • Übertragende Vermögensrechte müssen sich in Polen befinden oder ausgeübt werden. • Es gelten diverse Steuerbefreiungen für bestimmte Finanztransaktionen. 	
Zypern	<ul style="list-style-type: none"> • 0,6% Börsenumsatzsteuer beim Kauf/Verkauf von Finanztiteln durch Privatpersonen, 1,0% bei Kauf/Verkauf durch Gesellschaften. • 0,05 % auf Erwerbsgeschäfte zugunsten der Börse. • Es gelten diverse Steuerbefreiungen für bestimmte Finanztransaktionen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Stempelsteuer beim Kauf/Verkauf von Anleihen zypriotischer Gesellschaften, wenn sie mit Grundbesitz in Zypern zusammenhängen. • Bis 170 860 EUR 0,15 % pro 1 708,60 EUR, ab 170 861 EUR 0,2% pro 1 708,60 EUR (max. 17 086,01 EUR).
Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> • 0,15 % Stempelsteuer beim Kauf/Verkauf inländischer Finanztitel. • 0,3 % Stempelsteuer beim Kauf/Verkauf von ausländischen Finanztiteln. 	
Singapur	<ul style="list-style-type: none"> • Steuersatz hängt von der Art des gehandelten Titels und dem Volumen ab. 	
Taiwan	<ul style="list-style-type: none"> • 0,1 % Börsenumsatzsteuer bei Kauf/Verkauf von Anleihen. • 0,3 % Börsenumsatzsteuer bei Kauf/Verkauf von Aktien. 	
USA	<ul style="list-style-type: none"> • Keine landesweite Börsenumsatzsteuer. • Einige Staaten erheben allerdings Vermögensverkehrssteuern, z. B. New York bis zu 5ct Börsenumsatzsteuer pro Aktie (max. 350 USD). • Es gelten diverse Steuerermäßigungen und Erstattungsmöglichkeiten für Steuerin- und Steuerausländer. 	

Quellen: Deutscher Bundestag: Drucksache 16/12571, 16. Wahlperiode, 3.4.2009; Matheson, T. (2011): *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*. IMF WP/11/54.

Staaten mit der Finanztransaktionssteuer ein Lenkungsinstrument in die Hand zu geben.

Trotz dieser Ausnahmen ist der Ansatz der EU-Kommission sehr viel breiter angelegt als die lediglich auf Aktien und Unternehmensanleihen beschränkte britische Stempelsteuer. Folglich sind auch die Chancen höher, die eigentlichen Treiber der Explosion der Handelsvolumina der vergangenen Jahrzehnte zu erfassen und jene Klasse von Finanzprodukten zu belasten, die besonders oft mit unerwünschten Handelsaktivitäten, wie Regulierungsarbitrage, Blitzhandel, überaktives Portfoliomanagement und allen Arten von Hebel- und Spekulationsgeschäften in Verbindung gebracht werden.

Clearingsysteme wirken der Steuer- vermeidung entgegen

Die meisten bestehenden Finanztransaktionssteuern gelten für Wertpapiergeschäfte, die über Börsen abgewickelt werden. Das Gros des Handel auf den Finanzmärkten findet jedoch im OTC-Bereich statt. Ebenso wie das Schattenbanksystem ist dieser Bereich des Handels wenig transparent.²⁷ Die Vertragskonditionen und Abrechnungsmodalitäten sind in der Regel nur den Vertragsparteien bekannt. Dementsprechend schwierig könnte sich eine Besteuerung der OTC-Transaktionen gestalten. Wie die Abwicklung der britischen Stempelsteuer über CREST zeigt, ermöglichen zentrale Abwicklungs- und Verwahrstellen eine effektive Steuererhebung. Zentrale Clearingstellen und eine allgemeine Registrierpflicht verbessern die Voraussetzung für den Einzug der Steuer und wirken so der Steuerhinterziehung entgegen.

²⁷ Analog zum Schattenbanksystem lässt sich der OTC-Handel als Schattenhandel bezeichnen. Die Vertragskonditionen ebenso wie die Abrechnungsmodalitäten sind meist individuell auf die Bedürfnisse der Vertragsparteien zugeschnitten und für Außenstehende intransparent.

Die USA hat mit dem *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* bereits eine umfangreiche Clearing- und Berichtspflicht für OTC-Derivate eingeführt. Auch in der EU gibt es Pläne zur Standardisierung von Derivate- und OTC-Geschäften und zur Abwicklung durch eine zentrale Gegenpartei (CCP) mit Sitz in der EU. Um einen Anreiz für die Nutzung von zentralen Clearingsystemen zu schaffen, könnten die Regierungen auch einen höheren Steuersatz für OTC-Handel ins Auge fassen.²⁸

Fazit

Eine Steuer auf Finanztransaktionen dürfte das riesige Handelsvolumen an den Finanzmärkten verringern. Der Nutzen einer solchen Verringerung für die Volkswirtschaft ist heftig umstritten. Insbesondere wird oft darauf verwiesen, dass die Effizienz der Märkte durch die Steuer beeinträchtigt wird. In der Tat ist man bis zur Krise weithin davon ausgegangen, dass die Preisfindung an Finanzmärkten weitgehend effizient sei. Von neuen Finanzprodukten und einer höheren Handelsfrequenz erwartete man sich grundsätzlich einen Beitrag zur besseren Verteilung und zum Management der Risiken. Ex post hat sich allerdings gezeigt, dass mit vielen der innovativen Produkte lediglich Mittel in undurchsichtige Wertpapierkonstruktionen gelenkt wurden und die Explosion der Handelsvolumina mit immer stärkeren Schwankungen an den Kapitalmärkten einhergingen. Eine Finanztransaktionssteuer bietet die Aussicht, diese sich gegenseitig verstärkenden Trends von immer mehr derivativen Produkten und immer kürzeren Haltedauern zu bremsen. Sie kann damit einen wichtigen Beitrag leisten, um die Abkopplung der Finanzmärkte von der Realwirtschaft zu stoppen.

²⁸ Matheson, T. (2011), a. a. O.

Dorothea Schäfer ist Forschungsdirektorin Finanzmärkte am DIW Berlin | dschaefer@diw.de

JEL: G20, G24, G28

Keywords: Financial crisis, Financial transaction tax, financial institutions



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e.V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
www.diw.de
79. Jahrgang

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tilman Brück
Prof. Dr. Christian Dreger
Dr. Ferdinand Fichtner
Prof. Dr. Martin Gornig
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Karsten Neuhoff, Ph.D.
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner
Prof. Georg Weizsäcker, Ph.D.

Chefredaktion

Dr. Kurt Geppert
Nicole Walter

Redaktion

Renate Bogdanovic
Susanne Marcus
Dr. Richard Ochmann
Dr. Wolf-Peter Schill
Lana Stille

Lektorat

Dr. Ferdinand Fichtner

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
Susanne Marcus
Tel. +49-30-89789-250
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 7477649
Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. 01805 - 19 88 88, 14 Cent./min.
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Stabsabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.