

Finanztransaktionssteuer – der aktuelle Richtlinienentwurf in ökonomischer Wertung

Hans-Peter Burghof/Robert Jung

Stuttgart-Hohenheim, im Dezember 2019

Gutachten im Auftrag der FDP-Bundestagsfraktion

1. Ausgestaltung und Einordnung der Steuer

Dass nachstehende Gutachten beschäftigt sich mit dem aktuellen Vorschlag für eine Europäische Richtlinie (EUFIN 427/2019) zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer in einigen daran interessierten oder durch jährliche Transferzahlungen entsprechend motivierten Mitgliedstaaten der Europäischen Union. Da der Entwurf in seinen Einzelheiten noch diskutiert wird, beschränkt sich unsere Analyse auf die substanziellen Regelungen des Entwurfs, von denen zu erwarten ist, dass sie bis zu einer eventuellen Verabschiedung der Richtlinie zumindest der Struktur nach Bestand haben werden:

1. Die Finanztransaktionssteuer zu entrichten hat, wer öffentlich handelbare Aktien eines in einem an der Verstärkten Zusammenarbeit beteiligten Mitgliedstaaten ansässigen Unternehmens erwirbt, sofern dieses Unternehmen zum Stichtag 1. Dezember des Vorjahres eine Marktkapitalisierung von mehr als 1 Mrd. Euro aufweist.
2. Die Steuer wird unabhängig vom Ort der Transaktion und der Nationalität des Erwerbers erhoben. Die Steuerpflicht ist letztlich an den eingetragenen Firmensitz des die Aktien emitierenden Unternehmens geknüpft. Hinterlegungsscheine (*depository receipts*), die das Eigentumsrecht an der Steuer unterliegenden Aktien vermitteln, sind nach der letzten vorliegenden Version von der Steuer ausgenommen.
3. Der Steuersatz beläuft sich auf mindestens 0,2 Prozent des reinen Kaufpreises. Eine Obergrenze wird nicht genannt. Es ist demnach in das Ermessen der Länder gestellt, ob sie diesen oder einen höheren Steuersatz erheben möchten. Der Steuersatz wird auf Erwerbsebene auf den täglichen Erwerbssaldo („*daily net long position*“) fällig.
4. Von der Steuer ausgenommen sind Marktintermediäre, die zur Funktionsfähigkeit der Märkte beitragen, und europäische und internationale Institutionen, sofern diese in anderweitigem öffentlichem Interesse am Markt agieren. Ebenfalls ausgenommen sind ver-

schiedenste Kapitalmarkttransaktionen, die nicht als Investition im engeren Sinne zu verstehen sind. Die teilnehmenden Staaten können Pensionsfonds von der Steuer auf den Erwerb von Aktien der in den jeweiligen Staaten ansässigen Unternehmen befreien.

Von ihrer Benennung her knüpft der Richtlinienentwurf an die von John Maynard Keynes 1936 vorgeschlagene Besteuerung von Aktientransaktionen an. Vergleichbare Konzepte wurde mehrfach wieder in die öffentliche Diskussion eingebracht; so unter der Bezeichnung der Tobin-Steuer als Instrument gegen Währungsspekulationen. Dahinter steht die Intention, spekulative Übertreibungen auf den Finanzmärkten durch eine Verteuerung von spekulativ motivierten Handelsaktivitäten zu verhindern. Langfristige Investoren wären dagegen, so die Prämisse, von der Steuer kaum betroffen, da sie im Unterschied zu „Spekulanten“ relativ selten Finanzmarkttransaktionen tätigten. In diesem Sinne handelt es sich bei der Finanztransaktionssteuer um eine Verkehrssteuer mit einer vermuteten positiven Lenkungswirkung im Sinne der Finanzmarktstabilität.

Ungeachtet der Benennung der Steuer ist zunächst zu hinterfragen, ob das vorliegende Konzept geeignet ist, eine solche Finanztransaktionssteuer als Lenkungssteuer umzusetzen. Auf den ersten Blick scheint dies der Fall zu sein: Die Steuer bezieht sich auf alle Finanztransaktionen (mit den genannten Ausnahmen), bei denen Finanzinstrumente erworben werden (Article 3, Punkt 1). Die Definition des Begriffs „*financial instruments*“ ist jedoch verblüffend (und widerspricht dem Sprachgebrauch): Finanzinstrumente sind Aktien (Stamm- und Vorzugsaktien), aber keine anderen üblicherweise als Finanzinstrumente bezeichneten Finanztitel (Article 2, Punkt 2). Hinter dieser Sprachregelung mag die ideengeschichtliche Herkunft des Konzepts oder die Entstehungsgeschichte des aktuellen Entwurfes stehen. Möglicherweise ist hier auch die Ausweitung der Steuer auf andere Finanzinstrumente angelegt. Und schließlich kann man zumindest nicht ganz ausschließen, dass sich um eine politisch motivierte Benennung ohne Sachgrundlage handelt. In der vorliegenden Fassung handelt es sich aber auf jeden Fall nur um eine Aktienerwerbssteuer. Damit knüpft die Steuer an schon viel länger existierende „Stempelsteuern“ an, mit denen der Staat Urkunden belastet, die ein Eigentumsrecht oder dessen Übergang dokumentieren. Auf diesem Wege erhebt der Staat gewissermaßen eine Gebühr auf die wirtschaftliche Nutzung der Garantien der Rechtsordnung.

Die ökonomische Reichweite dieser Einschränkung wird deutlich, wenn man sich vergegenwärtigt, dass damit Geschäfte mit Aktienderivaten nur dann steuerpflichtig werden, wenn diese eine tatsächliche Lieferung der Aktie (*physical settlement*) beinhalten. Dies lässt sich jedoch leicht durch alternative Regelungen in den Konditionen der Derivate (*cash settlement*) oder eine vorzeitige freiwillige Auflösung der vertraglichen Beziehung gegen entsprechende

finanzielle Kompensation umgehen. Schon heute erfolgt bei den allermeisten Derivatekontrakten mit vertraglichem *physical settlement* keine tatsächliche Lieferung des Underlyings. Derivate auf Aktien, Portfolien von Aktien oder Aktienindizes oder andere Underlyings, die das Risiko einzelner Aktien oder des Aktienmarktes insgesamt repräsentieren, werden damit durch die Finanztransaktionssteuer nicht erfasst. Gleiches gilt für Exchange Traded Funds (ETFs) auf Aktien, sofern bei deren Konstruktion durch den Einsatz geeigneter Derivate der tatsächliche Erwerb von mit der Steuer belasteten Aktien umgangen wurde (entsprechende Marktsegmentierung, *synthetic ETFs*).

Zur Einordnung des Konzepts des vorliegenden Entwurfes als reine Aktienerwerbsteuer sind zwei weitere Beobachtungen belangvoll:

1. Ein zunehmender Anteil der Investitionen in das Risiko des Aktienmarkts aus Anlage- oder Spekulationsmotiven erfolgt heute über Derivate und ETFs. Hinter dieser Entwicklung stehen Kosten- und Effizienzvorteile, aber auch die Erkenntnisse der Kapitalmarkt- und Portfoliotheorie, dass es für die Mehrzahl der Investoren allein auf den Erwerb eines gut diversifizierten Portfolios von Aktienrisiken ankommt. Im Ergebnis verlagert sich der Preisbildungsprozess vom eigentlichen Aktienmarkt weg zu diesen alternativen Märkten.
2. Entgegen einer naiven Vorstellung vom Geschehen an Börsen und von „Finanzkapitalismus“ ist der Aktienmarkt keineswegs das zentrale Segment der Finanzmärkte. Vergleichbare Bedeutung haben der Handel in Rohstoff- und Kreditrisiken. Bedeutsamer erscheint der Handel in Währungsrisiken. Das mit Abstand wichtigste Marktsegment ist aber der Zinsmarkt, an dem sich der Preis für Kapital bildet.

Leider ist es nicht ohne weiteres möglich, belastbare Zahlen für den weltweiten Handel in Finanztiteln zu ermitteln. Die Vielfalt der Märkte und die unterschiedlichen Regelungen in den verschiedenen Ländern und Wirtschaftsräumen sind wohl wichtige Ursachen dafür. Es ist aber auch nicht eindeutig bestimmbar, welche Größe jeweils den Handel in einem bestimmten Finanztitel quantitativ richtig abbildet. Insbesondere Derivate spielen hier eine Sonderrolle. Wegen der konstruktionsbedingten Hebelwirkung weist ein Derivat oft einen relativ zu seinem Nominalwert (Notational) nur sehr geringen Marktwert auf. Möchte man die Höhe der über die Börse vermittelten Zahlungsströme als Repräsentant der Börsenumsätze ermitteln, wäre der in der jeweiligen Transaktion gezahlte Marktwert anzusetzen. Im vorliegenden Kontext geht es jedoch vor allem um die Einwirkung des Handels auf den Marktpreis und damit auf die Markteffizienz. Diese Wirkung würde aber bei einem Ansetzen des gezahlten Marktwertes der Transaktion eben wegen des genannten Hebeleffektes eines Derivates gegenüber einer Transaktion im Underlyings drastisch unterschätzt.

Aus diesem Grund, und auch mit Blick auf die eingeschränkte Verfügbarkeit alternativer Daten, folgen wir daher für die folgende Darstellung (siehe Abbildung 1 unten) der gängigen Praxis und beschreiben die Umsätze in Derivaten durch ihren Nominalwert. Dabei kommt es uns allein auf die ungefähren Größenordnungen an, weshalb wir Daten aus unterschiedlichen Quellen und zu unterschiedlichen (aber durchaus zeitnahen) Perioden (April 2019, März 2019, Schätzung von 2018 auf der Grundlage von Daten aus den beiden Vorjahren) zu einer Gesamtdarstellung zusammenfügen. Die hierbei verwendeten Zahlen sind den öffentlich verfügbaren Statistiken der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) sowie den „Revised revenue estimations for the FTT (May 2018)“ (EU-Dok 198/2018) entnommen.

Dabei ergibt sich ein sehr deutliches Bild: Die europäischen Finanzmärkte spielen erkennbar im globalen Kontext eine wichtige, aber keineswegs eine herausragende Rolle. Die Stabilisierungswirksamkeit einer Finanztransaktionssteuer, die sich auf die Europäische Union oder gar nur auf eine Teilmenge der Union beschränkte, wäre schon von daher kritisch zu hinterfragen. Die wesentliche Einschränkung ergibt sich aber aus der Beschränkung auf Aktien. Aus einem geschätzten Handelsvolumen an den Finanzmärkten der Europäischen Union von über 428 Billionen Euro unterliegen in Ergebnis gerade einmal 2,2 Billionen Euro der Steuer.

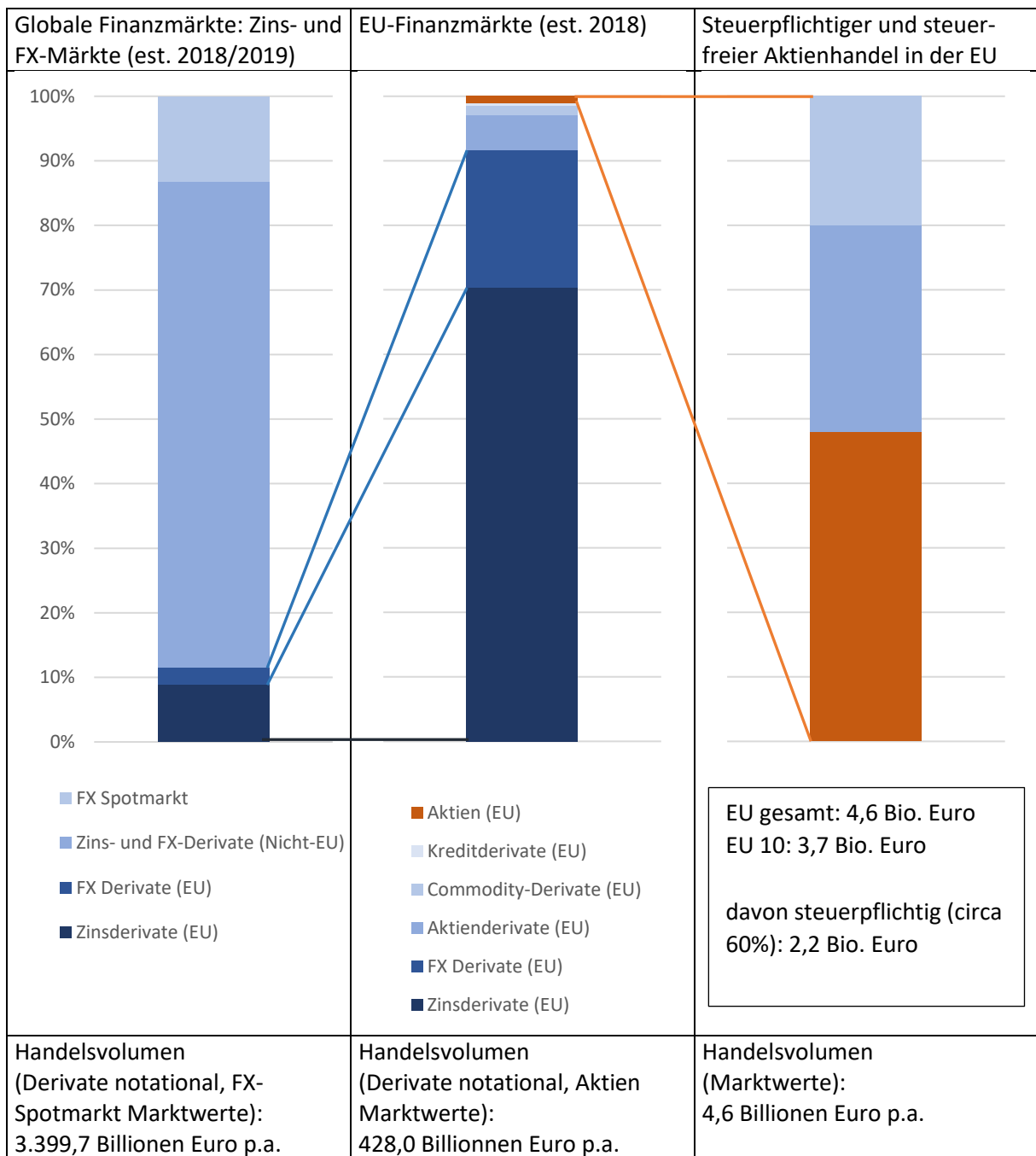


Abbildung 1: Größenvergleich der Finanzmarktumsätze

Die verschiedenen Segmente des globalen Finanzmarktes stehen natürlich in vielfältigen Beziehungen zueinander. Aber gerade deshalb ist nicht zu erwarten, dass man einer adversen Marktdynamik durch eine Steuer auf ein Teilsegment des Marktes für Aktienrisiken entgegenwirken kann. Dies gilt umso mehr, als, wie dargestellt, die vermuteten Verursacher einer solchen adversen Marktdynamik, „Spekulant“, in ihrer Handelstätigkeit das von der Steuer betroffene Teilsegment des Marktes für Aktienrisiken leicht umgehen können.

Es ist keineswegs ausgemacht, dass eine echte Finanztransaktionssteuer tatsächlich die gewünschte Steuerungswirkung entfaltet. Für unser Gutachten ist diese Frage jedoch nicht belangvoll, da der vorliegende Entwurf nur eine Aktienerwerbssteuer beinhaltet. Diese Steuer kann von ihrer Konstruktion her keine Steuerungswirkung im beschriebenen Sinne entfalten. Dies bedeutet nicht, dass eine solche Steuer keine Auswirkungen auf die Kapitalmärkte hätte. Dabei handelt es sich aber nicht um intendierte, sondern um tendenziell adverse Effekte, die als Kosten der Steuer zugerechnet werden müssen.

Da also über die Einnahmeerzielung hinaus kein anderer positiver Effekt der im Entwurf enthaltenen Aktienerwerbssteuer auszumachen ist, handelt es sich demnach um eine Verkehrssteuer, die sich primär aus dem Bedürfnis des Staates nach Einnahmeerzielung rechtfertigt. Dieses Bedürfnis ist legitim. Aber natürlich ist auch eine Steuer, die primär der Erzielung von Einnahmen dient, einer ökonomischen Bewertung zu unterziehen, da sie in das Wirtschaftsleben eingreift. Dies gilt umso mehr, wenn dem Staat zahlreiche alternative Einnahmequellen zur Verfügung stehen und die Finanzsituation des Staates insgesamt keine besondere Notlage erkennen lässt.

Eine solche Analyse findet sich in den folgenden Abschnitten. Dazu soll zunächst die unmittelbare Belastungswirkung der Steuer ermittelt werden. In einem zweiten Schritt werden auf dieser Grundlage die aus der Steuer erwachsenden Anreize zu einem veränderten Verhalten der Wirtschaftssubjekte und sich daraus ergebenden Effekte betrachtet. Schließlich sind die sich ergebende Auswirkungen mit den wirtschafts- und gesellschaftspolitischen Zielsetzungen abzugleichen, die in den vergangenen Jahrzehnten weitgehend im Konsens der jeweils regierenden Parteien durch den Staat verfolgt wurden.

Zunächst ist aber auf bisherige Studien und die vorhandene Literatur einzugehen und deren Ergebnisse zu referieren. Dabei ist allerdings zu beachten, dass ein großer Teil der Literatur sich mit einer „echten“ Finanztransaktionssteuer mit breiter Bemessungsgrundlage und entsprechender intendierter Steuerungswirkung in Richtung auf eine Stabilisierung der Finanzmärkte befasst und damit im vorliegenden Kontext nicht einschlägig ist.

2. Stand der Literatur und bisherige Gutachtenlage

Die Popularität der Finanztransaktionssteuer bei vielen Ökonomen mag auch der besonderen Ausstrahlung ihres bekanntesten Befürworters John Maynard Keynes geschuldet sein. Keynes stellte sein Konzept einer Finanztransaktionssteuer 1936 in seinem Hauptwerk, der „General Theory of Employment, Interest and Money“, vor. Auch zu diesem Zeitpunkt gab es

schon seit langem eine Besteuerung des Aktienhandels, in seinem Heimatland Großbritannien im Rahmen der altherwürdigen, seit 1694 bestehenden *stamp duties* auf alle möglichen Arten von Dokumenten und andere typischerweise von den Vermögenden genutzten Gegenstände. Ähnliche Stempelsteuern gab es auch in anderen Ländern, so wohl schon 1624 in den Niederlanden und ab 1881 auch im damals neu entstandenen Deutschen Reich. Aus dieser Steuer ging 1922 die deutsche Börsenumsatzsteuer hervor, die mit einem Steuersatz von 0,2% auf den Aktienpreis erhoben wurde. Diese Steuer wurde 1990 aufgehoben. Wesentliche Gründe für ihre Abschaffung war die Vermeidung negativer Folgen für die Kapitalmobilität sowie die Absicht, den Finanzplatz Deutschland zu stärken.

Der Unterschied zwischen den klassischen Stempelsteuern und dem Konzept von Keynes liegt in der Intention: Waren Stempelsteuern vor allem ein wohlfeiles Instrument, um im frühneuzeitlichen Staat (und auch noch später) die Wohlhabenden stärker zur Finanzierung des Staates heranzuziehen, sollte die Besteuerung der Aktientransaktionen nach Keynes die spekulativen Aktivitäten auf den Finanzmärkten eindämmen und so zur Stabilität der Finanzmärkte beitragen. Damit erhebt diese Steuer den umfassenderen Anspruch, spekulativen Marktbewegungen auf den Finanzmärkten entgegenzuwirken wo immer diese sich entfalten. Die Fokussierung auf Aktien bei Keynes ist demgegenüber eine historische Reminiszenz und sicher nicht auf die heutigen Finanzmärkte übertragbar. So wurde in der Nachfolge Keynes' das Konzept wesentlich erweitert und zu einer ein möglichst großes Universum an Finanzinstrumenten erfassenden Lenkungssteuer ausgebaut.

Wie bereits im vorstehenden Abschnitt ausgeführt, kann das vorliegende Konzept diesen umfassenden Anspruch nicht erfüllen. Es handelt sich um eine reine Aktienerwerbssteuer. Damit ist die an Keynes und seine Finanztransaktionssteuer anknüpfende umgängliche Debatte in der wissenschaftlichen Literatur für unser Gutachten nicht einschlägig, und es ist zu einer Beurteilung des vorliegenden Konzepts auch keine Positionierung zu einer Finanztransaktionssteuer in Sinne Keynes' erforderlich.

Das vorliegende oder ihm ähnliche Konzepte sind in Vergleich dazu nur in eingeschränktem Maße Gegenstand wissenschaftlicher Studien. Dabei handelt es sich, ohne Anspruch auf Vollständigkeit, zum einen um Gutachten im Vorfeld der beabsichtigten Einführung dieser Steuer, und zum anderen um empirische Arbeiten, die sich mit Auswirkungen der Einführung einer solchen Steuer beschäftigen.

Hinsichtlich der Gutachten zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer ergibt sich ein weiteres Problem: In ihrer Mehrzahl beziehen sie sich auf die Entwurfslage aus den Jahren 2011 bzw. 2013, die neben der Besteuerung von Aktien auch die Besteuerung von Anleihen und

Derivaten vorsah. Demzufolge sind für eine Beurteilung des aktuellen Entwurfes nur noch mit Einschränkungen von Bedeutung.

Interessante und auch für unser Gutachten relevante Ergebnisse finden sich in dem 2013 veröffentlichten Gutachten von Kaserer (TU München), das sich mit der Auswirkung einer Finanztransaktionssteuer auf die private Altersvorsorge beschäftigt. Der Autor ermittelt erhebliche negative Auswirkung der Steuer auf die private Rente. So verlieren nach seiner Berechnung Rentner, die auf Basis von Aktienportfolios für die Altersvorsorge sparen, zwischen 2,5 und 5,5% jährlich. Kaserer geht dabei von einer durchschnittlichen jährlichen Umschlagshäufigkeit von Wertpapierportfolios durch institutionelle Anleger in der Größenordnung von 40 bis 80% aus (vgl. unser Vorgehen im folgenden Abschnitt).

Ein in Zusammenarbeit zwischen dem Deutschen Aktieninstitut (DAI) und der Unternehmensberatung Oliver Wyman erstellte und ebenfalls 2013 veröffentlichte Gutachten stellt die erhebliche Belastung von privaten Haushalten und der Realwirtschaft durch die Finanztransaktionssteuer in den Vordergrund dar. Auch wenn die im Gutachten ermittelten Zahlen aufgrund der zwischenzeitlich deutlich veränderten Entwurfsvorlage auf die aktuelle Diskussion nicht mehr anwendbar sind, so behält doch dessen Fazit, dass die Finanztransaktionssteuer wichtige politische Ziele, wie zum Beispiel eine verstärkte private Altersvorsorge konterkariert, Bestand.

In Gutachten von Haselmann (Universität Bonn), Ismer (Universität Erlangen-Nürnberg) und Kaul (Universität des Saarlandes) von 2014, das im Auftrag des Bundesministeriums für Finanzen (BMF) entstanden ist, wird die Finanztransaktionssteuer im Gesamtkontext der Besteuerung des Finanzsektors betrachtet. Die Autoren weisen darauf hin, dass die Einführung einer Finanztransaktionssteuer eine Umkehrung der Entwicklung bedeuten würde, die zur Abschaffung der Kapitalverkehrsteuer in Deutschland geführt hat. Weiterhin würde nach Einschätzung der Gutachter eine regional beschränkte Besteuerung in erheblichem Umfang zu Ausweichreaktionen auf andere, nicht von der Steuer betroffene Kapitalmärkte führen. Das im Gutachten abgeschätzte Steueraufkommen ist nach Einschätzung der Autoren aber so gering, dass sich negative gesamtwirtschaftliche Rückwirkungen in engen Grenzen hielten.

Abschließend sei noch auf das Gutachten von Capelle-Blancard von der Universität Paris 1 aus dem Jahr 2015 eingegangen, das für den wissenschaftlichen Beirat der AMF (Autorité des Marchés Financiers) verfasst wurde. Dieses Gutachten beschäftigt sich hauptsächlich mit der 2012 in Frankreich eingeführten Steuer auf den Aktienwerb. Der Autor stellt zwar keineswegs den in zahlreichen empirischen Studien dokumentierten Rückgang des Transakti-

onsvolumens französischer Wertpapiere im Umfang von 10 bis 20 Prozent in Abrede. Er relativiert diesen Rückgang aber im Kontext eines stetig wachsenden Handelsvolumens an den französischen Finanzmärkten. Auf Basis eigener empirischer Studien (siehe unten) schätzt er die Auswirkungen auf zentrale Finanzmarktparameter, wie Volatilität, Liquidität und die Informationsverarbeitung auf den Märkten, für vernachlässigbar ein. Vor diesem Hintergrund kommt er zu dem Schluss, dass die Finanztransaktionssteuer nach französischem Vorbild eine „gute Steuer“ sei, die, falls weltweit eingeführt, das Potential besäße, 100 Milliarden US-Dollar pro Jahr an Steueraufkommen zu generieren, und die auch verteilungspolitisch günstige Effekte hätte.

Die vorliegenden Gutachten kommen also zu durchaus unterschiedlichen Ergebnissen, was auch etwas mit der Identität des jeweiligen Auftraggebers zu tun haben mag. Damit soll nicht unterstellt werden, dass die jeweiligen Gutachter ihren Auftraggebern nach Munde schreiben. Aber es macht für einen Auftraggeber wenig Sinn, mit einem Gutachten an die Öffentlichkeit zu treten, das nicht seinen Interessen dient. Mit dieser Einschränkung liefern die vorliegenden Gutachten wesentliche Argumente, die auch im vorliegenden Text aufzugreifen sind.

Veröffentlichte empirische wissenschaftliche Studien beschäftigen sich mit der Wirkung einer Finanztransaktionssteuer unterschiedlicher Ausgestaltung in verschiedenen Ländern (u.a. China, Indien, Indonesien, Italien, Südafrika, Südkorea). Der mit großer Sorgfalt zusammengestellte Übersichtsaufsatz von Thornton (2011) nimmt insbesondere die Ergebnisse einer umfassenden Studie des Internationalen Währungsfonds aus dem Jahr 2010 auf, die im Auftrag der G20 Staaten entstanden ist. Die darin diskutierten Studien kommen überwiegend zu dem Schluss, dass eine Finanztransaktionssteuer negative Auswirkungen auf den Aktienmarkt hat. Konkret werden ein geringeres Handelsvolumen, eine geringere Liquidität des Marktes und damit einhergehend ein gestörter Preisfindungsprozess festgestellt. Ein überzeugender Nachweis einer durch die Steuer reduzierten Preisvolatilität (als ein Maß für die Unsicherheit auf dem Aktienmarkt) in der kurzen Frist, kann nicht geführt werden. Zusammenfassend kommt Thornton zum Schluss, dass eine Finanztransaktionssteuer ein ineffizientes Instrument zur Regulierung von Finanzmärkten und der Eindämmung spekulativer Exzesse ist.

Ausführlicher betrachten wollen wir noch wissenschaftliche Studien jüngerer Datums, die mittels moderner ökonometrischer Verfahren die Auswirkungen der Einführung der Finanztransaktionssteuer in Frankreich im Jahr 2012 untersuchen: Capelle-Blanchard/Havrylchyk, 2016, Colliard/Hoffmann, 2017, und Gomber/Haferkorn/Zimmermann, 2016. Die allesamt in angesehenen internationalen finanzwirtschaftlichen Zeitschriften publizierten Arbeiten fokussieren sich dabei auf zentrale Finanzmarktparameter.

Alle drei Studien finden einen Rückgang des Handelsvolumens am französischen Aktienmarkt in der Größenordnung von 10 bis 20%. Dabei berücksichtigen die Autoren allerdings nicht, dass, soweit der vorliegende Entwurf dem französischen Modell folgt, auch in Frankreich ein nicht unerheblicher Anteil der Transaktionen in Aktien von der Steuer ausgenommen sein sollte. Der durch die Steuer induzierte Rückgang des Handelsvolumens wird insoweit in seiner relativen Bedeutung unterschätzt: Das tatsächlich der Steuer unterliegende Handelsvolumen dürfte erheblich stärker zurückgegangen sein.

Uneinigkeit besteht dagegen in der Bewertung der Auswirkung dieses Rückgangs. Einige Autorenteam sehen daraus folgende negative Auswirkungen auf die Marktliquidität und höhere Kosten in Form von höheren Preisen, die die Marktteilnehmer bezahlen müssen (siehe insb. Colliard/Hoffmann). Cappelle-Blanchard und Havrylchuk dagegen finden hier keine negativen Zusammenhänge. Und auch darüber, ob sich die Preisvolatilität durch die Einführung der Finanztransaktionssteuer in Frankreich in nennenswertem Umfang reduziert hat, besteht in den Studien keine einhellige Meinung.

Insgesamt sind den empirischen Untersuchungen ein hohes Maß an wissenschaftlicher Qualität und Sorgfalt zu bescheinigen. Die teilweise unterschiedlichen Ergebnisse sind erklärbar durch die verwendeten Methoden und Untersuchungszeiträume. Die Mehrdeutigkeit der Interpretation der Ergebnisse aus den weiter oben angesprochenen Gutachten setzt sich aber, mit Blick auf die Identität der handelnden Personen, auch hier nicht ganz überraschend, fort.

In der Studie von Colliard und Hoffmann finden sich als zusätzlicher Aspekt Belege dafür, dass die Steuer Auswirkungen auf die Zusammensetzung der Anteilseigner der betroffenen Aktiengesellschaften hat. So können die Autoren zeigen, dass die Steuer sich derart auf Anteilseigner auswirkt, dass sie ihren Umsatz bzw. ihre Handelsaktivität reduzieren. Dies verlängert die durchschnittliche Haltedauer der Papiere und lässt die Autoren vermuten, dass verstärkt eher langfristig orientierte Anleger französische Aktien halten.

Gomber, Haferkorn und Zimmermann nehmen in ihrer Studie noch den Aspekt der zunehmenden Verflechtung oder auch Fragmentierung der Aktienmärkte in Europa in den Blick. Französische Aktien werden nicht nur auf Handelsplätzen innerhalb des Landes gehandelt, sondern auch auf elektronischen Handelsplattformen außerhalb Frankreichs. Diese Märkte spielen im Preisfindungsprozess eine wichtige Rolle, der nach der Einführung der Finanztransaktionssteuer in Frankreich für französische Aktien deutlich messbar gestört wurde.

Abschließend sei auf die Ausführung im Gutachten des BMF zur Besteuerung von Aktientransaktion in Großbritannien eingegangen. Die britische *stamp duty* und die seit 1986 ergänzenden *stamp duty reserve tax* werden vielfach als Vorbild für eine Finanztransaktionssteuer angeführt. Sie erwirtschaftete ein signifikantes Aufkommen, ohne dabei den Finanzplatz London erkennbar zu schädigen und die Marktteilnehmer zu Abwanderungsbewegungen zu veranlassen. Die Autoren ordnen die *stamp duty* allerdings nicht als Steuer ein, sondern als Gebühr. Darüber hinaus ergibt die genauere Analyse, dass ihre Vorzüge letztlich auf einer lückenhaften Ausgestaltung der *stamp duty* und auch der sie ergänzenden Steuer, der *stamp duty reserve tax*, beruhen. So schätzt beispielsweise die Consultingfirma Oxera in einer Studie aus dem Jahr 2006, dass nur rund 20% des Aktienhandels an der London Stock Exchange von der *stamp duty* bzw. der *stamp duty reserve tax* betroffen sind.

So bleibt dem Londoner Finanzplatz also ausreichender Raum für die Entwicklung insbesondere in nicht der Steuer unterliegende Marktsegmente. Die besondere Rolle Londons als Finanzzentrum der Welt leitet sich aber auch nicht vom Aktienmarkt her. London ist vielmehr der zentrale Handelsplatz für Derivate, insbesondere Zinsderivate, und beherbergt damit den im globalen Maßstab wichtigsten Markt. Der Handel in Derivaten bedingt übrigens auch in gewissem Ausmaße Transaktionen im jeweiligen Underlying, also auch in Aktien (vgl. Abschnitt 4, Punkt 2 des vorliegenden Textes). Daran anknüpfend mag man sich auch fragen, ob die Finanzplätze auf dem europäischen Kontinent tatsächlich schon so attraktiv sind, dass sie den Wertpapierhandel in vergleichbarer Weise oder, bei einer extensiveren Erfassung der Aktientransaktionen durch die Steuer, sogar stärker belasten können als der Londoner Finanzplatz.

3. Aussagen zur Steuerinzidenz

Dass Bemühen um quantitative Aussagen zur Steuerinzidenz einer noch nicht beschlossenen Steuer in unbekannter Höhe erscheinen wenig erfolgversprechend, und entsprechende Zahlen aus der Literatur fallen eher vage aus und sind mit großer Vorsicht zu betrachten. Im Folgenden beschränken wir uns daher zunächst darauf, die unmittelbare Belastung bestimmter typischer Marktteilnehmer zu analysieren.

Die Steuer ist von Erwerbern von Aktien zu entrichten, die diese mindestens bis zum nächsten Tag halten. Die Verzinsung, die eine Investition in eine Aktie auf annualisierter Basis erbringen muss, um die Transaktionskosten zu decken, steigt damit deutlich an. Für sehr kurze Halteperioden kann diese annualisierte Verzinsung durchaus mehr als hundert Prozent betragen.

Damit würde der gewünschte Effekt erreicht, dass kurzfristige Spekulation sehr teuer wird – allerdings mit der Diskontinuität dass, wer erworbene Aktien noch Tag des Erwerbs veräußert, gar keine Steuern zahlt. Der Effekt ergibt sich aber auch schon gegenwärtig durch die Transaktionskosten des Erwerbs und der späteren Veräußerung, die ja auch unabhängig von der Haltedauer anfallen.

Die Betrachtungsweise vernachlässigt allerdings die tatsächlichen Gegebenheiten des Kapitalmarkts. Derartig kurzfristige Spekulationen sind gerade nicht darauf angelegt, einen langfristigen Zins zu erzielen. Es wird vielmehr versucht, Fehlbewertungen im Markt auszunutzen, die kurzfristig zu einer deutlichen Veränderung des Preises eine Aktie führen können. Die Schwelle für die Gewinnerwartung, ab der sich eine solche Transaktion aus Sicht des „Spekulanten“ lohnt, wird durch die Finanztransaktionssteuer tatsächlich angehoben. Allerdings dürften professionelle Händler gerade bei den großen von der Steuer betroffenen Unternehmen (Marktwert größer 1 Mrd. Euro) immer in der Lage sein, für ihre Spekulation auf geeignete Derivate auszuweichen und so die Steuer zu umgehen, oder sie werden die Aktien vor Handelsschluss wieder veräußern. Eine Belastungswirkung der Steuer auf kurzfristige Spekulationen in Aktienrisiken kann damit weitgehend umgangen werden.

Hinsichtlich der Belastung langfristiger Anlagen durch die Steuer ist zu berücksichtigen, dass jede einzelne Investition aus Anlegersicht immer in den jeweiligen Portfoliozusammenhang zu stellen ist. Für langfristige Investoren, die von einer echten Finanztransaktionssteuer zumindest der Intention nach kaum betroffen sein sollten, stellt sich damit nicht nur die Frage, wie hoch die Steuer ausfällt, sondern auch, wie oft sie im Rahmen einer realistischen Portfoliostrategie zu zahlen ist. Die einfache Buy-and-hold-Strategie, bei der ein Investor zu Anfang der Investitionsperiode sein Portfolio erwirbt und danach keine Umschichtungen mehr vornimmt, ist ein seltener Ausnahmefall. Wir beleuchten im Folgenden in einer Beispielrechnung die Belastungswirkung der Steuer unter der Annahme, dass Aktienportfolios regelmäßig umgeschichtet werden.

Bei einer solchen Analyse stellt sich das Problem, dass verschiedene Portfoliostrategien zu sehr unterschiedlichen jährlichen Umschlaghäufigkeiten führen. Dabei beschreibt die Umschlaghäufigkeit, wie viel Prozent des Anlagevolumens eines Portfolios im Jahr veräußert und in andere Aktien neu investiert wird. Im Folgenden treffen wir hierzu Annahmen, die jeweils als Repräsentanten für typische Anlagestrategie von bestimmten Investoren stehen:

1. Umschlaghäufigkeit = 0,1: Passive Anlagestrategien, bei denen nur selten Aktien aus dem Portfolio veräußert werden. Die tatsächlich vorkommenden Veräußerungen sind häufig dadurch motiviert, dass in der Anlagestrategie ein bestimmter Aktienindex als

Repräsentant der Marktentwicklung nachgebildet wird. Ändert sich die Zusammensetzung des Indexes, sind entsprechend Substitutionen im Portfolio vorzunehmen. So gibt es im wichtigsten deutschen Aktienindex DAX im Schnitt jährlich circa 1,5 Änderungen der Zusammensetzung. Im Ergebnis sind von den 30 heute im DAX abgebildeten Aktien nur 12 seit der Einführung des Indexes 1988 dabei. In anderen, weniger etablierten Indizes gibt es häufigere und auch grundlegende Umstellungen. Daneben steht die „Umschichtung“ von erhaltenen Dividenden in neu zu erwerbende Anteilspapiere, die wir der Einfachheit halber auch in der pauschalen Umschlaghäufigkeit unseres Berechnungsmodells inkludieren. Aggregiert man den Effekt beider Faktoren, bleibt bei einer Umschlaghäufigkeit von 0,1 nur ein sehr geringer Spielraum für anders motivierte Umschichtungen im Portfolio.

2. Umschlaghäufigkeiten von 0,3 und 0,5: Konservative Anlagestrategien, bei denen ein Investor bzw. der von ihm Beauftragte eine bestimmte Meinung zur Marktentwicklung mit gebotener Zurückhaltung umsetzt. Grundlage für Transaktionen können die verschiedensten Formen der Kapitalmarktanalyse sein (fundamental, technisch), die aber in Regel auf eine langfristige Wertsteigerung setzen.
3. Umschlaghäufigkeiten = 1,0: Aggressive Anlagestrategien, die zumeist auch auf kurzfristige Kursgewinne setzen. Banken und Fonds, die solche Strategien für Kunden umsetzen, wird oftmals vorgehalten, dass sie an den Transaktionskosten verdienen und daher durch das hohe Aktivitätsniveau zu Lasten ihrer Kunden zusätzliche Einnahmen generieren. Es ist aber auch möglich, dass die verfolgte Anlagestrategie tatsächlich eine derartige häufige Umschichtung des Portfolios erforderlich macht.

Noch häufigere Umschichtungen des Portfolios erzeugen tendenzielle zu hohe Transaktionskosten für die langfristige Anlage, finden sich aber auch am Markt.

Weitere Parameter zur Analyse der Belastung durch die angestrebte Steuer sind der Steuersatz sowie die Haltedauer des Portfolios. Der Mindeststeuersatz laut Richtlinienentwurf beträgt 0,2 Prozent, gelegentlich werden aber 0,3 oder 0,5 Prozent genannt. Der letztgenannte Steuersatz entspräche der Höhe der stamp duty auf den Aktienerwerb in Großbritannien. Wir rechnen unser Beispiel mit allen drei Steuersätzen. Dabei betrachten wir Anlageperioden von 10, 25 und 40 Jahren, um sowohl mittel- als auch langfristige Sparziele und insbesondere auch das Vorsorgesparen in Aktien für das Alter einzubeziehen.

Weiterhin hängt die individuelle Belastung von der Behandlung der Steuer im Gesamtkontext der individuellen Steuerpflicht der die Steuer schuldenden Bürger und Unternehmen ab. Dazu finden sich keine Aussagen im Entwurf, und die individuelle Steuersituation kann auch in die-

ser Hinsicht sehr unterschiedlich ausfallen. Wir lassen daher die Frage einer möglichen Minderung der Steuerlast durch eine Berücksichtigung der Steuerzahlung an andere Stelle zunächst außer Betracht. Hier sehr viel zuzulassen wäre aber auch nicht im Sinne einer primär der Einnahmeerzielung dienenden Verkehrssteuer.

Zur Berechnung der Renditen gehen wir davon aus, dass die Investoren ein gut diversifiziertes Portfolio deutscher Aktien erwerben und bis zum Enddatum halten. Zur Konkretisierung unterstellen wir, dass die Rendite eines solchen Portfolios mit hinreichender Genauigkeit durch den DAX (in seiner Fassung als Performanceindex, d.h. bei Reinvestition der Dividenden) repräsentiert wird. Für die vor der Etablierung des Indexes liegende Jahre verwenden wir die Rückrechnung des Deutschen Aktieninstituts (DAI-Factbook vom Oktober 2011; die Rückrechnung basiert auf Stehle, Huber, Maier, Rückberechnung des DAX für die Jahre 1955 bis 1987; Deutsche Börse AG.). Als Schlussdatum verwenden wir den 1. Dezember 2018. Die Renditeentwicklung des DAX über diese Zeiträume steht beispielhaft für viele alternative Renditeverläufe. Allerdings lässt sich zeigen, dass, auch wenn Aktienkurse kurzfristig stark schwanken können, die Renditen an den Aktienmärkten über lange Perioden relativ stabil erscheinen. Die Verwendung einer anderen Renditezeitreihe aus der Vergangenheit würde demnach insbesondere über die lange Frist nicht zu qualitativ deutlich verschiedenen Ergebnissen führen.

Im Folgenden unterstellen wir, dass ein Anleger zu Beginn der Anlageperiode einen festen Betrag, z.B. 10.000 Euro, investiert, der dann am Ende jeder Periode zu einem Anteil von u umgeschichtet wird. Aus dem Betrag muss er sowohl den Kaufpreis als auch die Steuer leisten. Der erste Anlagebetrag A_0 ist demnach bei einem Steuersatz von x bestimmt als

$$(1) A_0 = 10.000 \text{ Euro} / (1 + x).$$

In den folgenden Perioden wird ein Anteil des Portfolios u umgeschichtet. Dabei sind aus dem Verkaufserlös sowohl die neuen Aktien als auch die Steuer zu bezahlen. Das Aktienvermögen nach Steuer im Zeitpunkt t , $A_t(\text{ex tax})$ errechnet sich aus dem Aktienvermögen vor Steuer und Umschichtung, A_t , als

$$(2) A_t(\text{ex tax}) = A_t(1 - ut/(1 + t)),$$

wobei der Faktor $ut/(1 + t)$ den durch die Umschichtung induzierten anteiligen Wertverlust durch die Steuer ausdrückt.

Aus beiden Formeln lässt sich die Entwicklung der um die Steueraufwendungen korrigierten Renditepfad der Anlage beschreiben. Gerade auf die lange Frist vermitteln jedoch die unterschiedlichen Renditen wegen des erheblichen Zinseszins effekts keinen Eindruck vom tatsächlichen Verlust an nutzbarem Vermögen. Wir betrachten daher den Endwert der jeweiligen Investition. Dies ist der Betrag, der dem Investor am Ende der Sparphase zum Konsum oder zur beliebigen Verwendung zur Verfügung steht, und damit die für ihn eigentlich entscheidende Größe. Die folgenden Tabellen veranschaulichen, um wieviel Prozent sich dieser Endwert des jeweiligen Portfolios durch die Besteuerung relativ zu einer Anlage ohne Besteuerung verringert hätte.

Anlagedauer: 10 Jahre				
Endwert ohne Steuerbelastung: 21.951,19 Euro				
	Umschlaghäufigkeit			
Steuersatz	0,1	0,3	0,5	1
0,2%	0,40%	0,80%	1,19%	2,17%
0,3%	0,60%	1,19%	1,78%	3,24%
0,5%	0,99%	1,97%	2,95%	5,34%

Tabelle 1: Endwertverlust bei 10-jähriger Anlagedauer

Anlagedauer: 25 Jahre				
Endwert ohne Steuerbelastung: 46.818,63 Euro				
	Umschlaghäufigkeit			
Steuersatz	0,1	0,3	0,5	1
0,2%	0,70%	1,68%	2,66%	5,06%
0,3%	1,04%	2,51%	3,96%	7,49%
0,5%	1,73%	4,14%	6,50%	12,16%

Tabelle 2: Endwertverlust bei 25-jähriger Anlagedauer

Anlagedauer: 40 Jahre				
Endwert ohne Steuerbelastung: 234.502,90 Euro				
	Umschlaghäufigkeit			
Steuersatz	0,1	0,3	0,5	1
0,2%	0,99%	2,56%	4,11%	7,87%
0,3%	1,49%	3,82%	6,09%	11,56%
0,5%	2,46%	6,27%	9,93%	18,49%

Tabelle 3: Endwertverlust bei 40-jähriger Anlagedauer

Auf den ersten Blick ist der hohe Wertzuwachs vor allem über den langen Anlagehorizont bemerkenswert, auch wenn man dabei den Kaufkraftverlust von circa 55 Prozent auf diesen Zeitraum berücksichtigen würde. Man könnte die These vertreten, dass Anleger von diesem hohen Wertzuwachs durchaus mehr hätten an den Staat abgegeben sollen. Diese Überlegung übersieht aber zum einen, dass der Renditeverlauf aus der Vergangenheit in unserer Berechnung nur beispielhaft Verwendung findet. Anleger, die zum 1. Januar 1979 in den Aktienmarkt einstiegen, konnten von einer historisch einzigartigen Phase des Friedens und wirtschaftlichen Fortschritts profitieren. Ob dies auch Zukunft möglich sein wird ist zumindest unsicher. Zum zweiten vernachlässigt dieses Argument weitere Transaktionskosten und Steuerbelastungen, die aus dem Anlagekapital zu leisten gewesen wären. Und schließlich ist über diese lange Periode eben auch der nicht unerhebliche Kaufkraftverlust des nominalen Vermögens zu berücksichtigen, der die Vorteilhaftigkeit der Ablage weiter mindert. Auf die lange Frist liegt dieser Verlust bei deutlich mehr als der Hälfte des Vermögenswertes, über 25 Jahre bei etwas weniger als einem Drittel.

Hätten Anleger auf die lange Frist von 40 Jahren investiert und bereits eine Finanztransaktionssteuer in der zu diskutierenden Form bezahlen müssen, wäre allerdings, je nach Parameterkonstellation, ein Anteil von zwischen einem und 18,5 Prozent durch Steuerzahlungen entgangen. Für 25 Jahre liegt der Verlust bei den betrachteten Parameterkonstellationen zwischen 0,7% und 12,2%, für 10 Jahre zwischen 0,4% und 5,3%. Der Werte schwanken stark mit den für die jeweilige Berechnung gesetzten Parametern. In keinem Szenario vermittelt allerdings der jeweilige nominale Steuersatz (0,2%, 0,3% bzw. 0,5%) ein realistisches Bild der tatsächlichen Belastung. Diese liegt bei der zurückhaltenden Anlagestrategie ($u = 0,1$) und dem kürzesten betrachteten Anlagehorizont von 10 Jahren in etwa beim doppelten Prozentsatz. Sie kann für längere Laufzeiten und Strategien mit hoher Umschlaghäufigkeit bis auf

das fünfundzwanzigfache des nominalen Steuersatzes ansteigen. Die oft mit der Finanztransaktionssteuer verbundene Vorstellung, dass eine solche Steuer wegen des niedrigen Steuersatzes hohe Steuereinnahmen ohne spürbare Belastung der Steuersubjekte generieren kann, ist für das vorliegende Steuermodell auf keinen Fall haltbar.

Die tatsächliche Vorteilhaftigkeit der Anlage in Aktien hängt von den weiteren Transaktionskosten ab. Professionelle Anleger dürften hier relativ wenig zahlen, während Privatanleger zumindest in der Vergangenheit nicht unerhebliche Orderprovisionen und Depotführungsgebühren erbringen mussten. Diese Nebenkosten der Geldanlage fallen je nach Anbieterwahl und betrachtetem Zeitraum sehr unterschiedlich aus. In ganz grober Abschätzung der Größenordnung dürften sie die Geldanlage privater Anleger mindestens in gleichem Maße belasten wie die prospektive Steuer. Um einen quantitativen Eindruck zu gewinnen, berechnen wir analog zu den vorstehenden Kalkulationen den Endwert bei einem Transaktionskostensatz von 0,2 Prozent. Dieser Satz orientiert sich grob an aktuellen Marktkonditionen, dürfte aber für die betrachtete historische Periode eher zu niedrig angesetzt sein.

Anlagedauer: 40 Jahre, 0,2% TAK				
Endwert ohne Steuerbelastung: 234.502,90 Euro				
	Umschlaghäufigkeit			
Steuersatz	0,1	0,3	0,5	1
0,2%	3,18%	8,42%	13,39%	24,69%
0,3%	3,66%	9,59%	15,17%	27,69%
0,5%	4,60%	11,88%	18,62%	33,33%

Tabelle 4: Endwertverlust bei 40-jähriger Anlagedauer und 0,2% Transaktionskosten (TAK)

Hier ergeben sich Verluste bis zu einem Drittel des Endwerts des Portfolios ohne Transaktionskosten und Steuer. Nutzen private Anleger weitergehende Dienste von Finanzdienstleistern, etwa ein durch eine anteilige Gebühr entlohntes aktives Fondsmanagement oder eine Vermögensverwaltung, dürfte sich der Verlust nochmals drastisch erhöhen. Dies gilt auch, wenn man unterstellt, dass diese Intermediäre zu einer besseren Portfoliogestaltung beitragen: Auch die Renditen, die gute Fondsmanager oder Vermögensverwalter erzielen, bewegen sich im langjährigen Durchschnitt im Rahmen der am Markt erzielbaren Renditen.

Die so ermittelte Steuer- und Transaktionskostenbelastung stellt auf den ersten Blick insoweit einen Maximalwert dar, als verschiedenste Anrechnungsmöglichkeiten denkbar erscheinen, die die Steuerlast insgesamt mindern würden. Es ist aber auch möglich, die Steuer als nicht

absetzbare Ausgabe zu kategorisieren, die in vollem Umfang zu leisten wäre, ohne an anderer Stelle die Steuerlast zu mindern. Diese Vorgehensweise würde allerdings den Einkommenssteuersatz, auch bei Ansatz einer Abgeltungssteuer, drastisch erhöhen, da das tatsächlich erzielte Einkommen sich verringert, während die Bemessungsgrundlage der Steuer unverändert bleibt. Im Richtlinienentwurf finden sich hierzu keine Angaben. Ließe man allerdings irgendeine Form der Anrechnung zu, würde dies die zu erwartenden Einnahmesalden des Staates unmittelbar mindern. Darüber hinaus würden auf diesem Wege Gestaltungsspielräume eröffnet, um etwa durch eine geschickte Rechtsformwahl die Steuer zu unterlaufen. Mit Blick auf die hohe Einnahmeerwartung des Staates ist daher mit einer Behandlung der Steuer zu rechnen, die keine oder nur geringe Spielräume zur Minderung der Steuerlast eröffnet. Eine einheitliche und maximale Steuerbelastung für alle der Steuer unterworfenen Wirtschaftssubjekte und Transaktionen ist demnach die wahrscheinlichste Variante.

4. Betroffene Parteien und Anreizwirkung

Die tatsächliche Höhe der Steuerbelastung hängt jedoch auch davon ab, wie die verschiedenen Marktparteien auf die Steuer reagieren. Sowohl die Steuerlast als auch die Einnahmeerwartungen sollten sich insoweit nicht auf den Status Quo beziehen, sondern sind idealerweise als eine Funktion der Marktreaktion zu beschreiben. Die Auswirkungen eines solchen Bündels von Verhaltensänderungen quantifizieren zu wollen ist jedoch per se ein gewagtes Unterfangen. Dies gilt umso mehr für eine Steuer, deren genaue Konditionen noch gar nicht festgelegt sind.

Im Folgenden beschreiben wir daher, wie die angestrebte Steuer das Verhalten der einzelnen Marktteilnehmer verändern sollte, wenn diese auf die von der Steuer ausgehenden Anreize reagieren. In welchem Ausmaß sie dies dann tatsächlich tun, hängt von einer Vielzahl von Faktoren ab und ist aus heutiger Sicht kaum vorherzusehen, geschweige denn zu quantifizieren. Wir folgen aber dem Grundsatz, Anreize ernst zu nehmen und bei der Bewertung der angestrebten Steuer eine durch die Anreize bewirkte Verhaltensänderung der Marktparteien einzubeziehen. Dazu betrachten wir nun die einzelnen betroffenen Parteien:

1. Kleinanleger

Kleinanleger könnten zwar die Steuer mittels einer Substitution des Aktienerwerbs durch den Erwerb geeigneter Derivate oder ETFs umgehen. Sie sind dabei aber auf Retail-Produkte angewiesen, die auf ihren Bedarf hin gestaltet und gezielt an sie vertrieben werden. Diese

Produkte weisen jedoch für Kleinanleger gegenüber dem unmittelbaren Kauf von Aktien eine Reihe von Nachteilen auf:

- Der Anleger tritt in eine geschäftliche Beziehung mit den solche Produkte gestaltenden und emittierenden Finanzinstituten. Diese Institute verfügen in aller Regel über sehr viel mehr Wissen als ihre Retail-Kunden, was sich in aller Regel zum Nachteil dieser Kunden auswirken sollte.
- Die Produkte sind oftmals wenig transparent und enthalten, zwangsläufig oder gewollt, komplexe Derivatepositionen.
- Der Anleger erwirbt neben dem gewollten Aktienrisiko des Produktes selbst ein Gegenparteiisiko, das er kaum einschätzen kann.

Insgesamt wird also der Erwerb von Aktienrisiken für den Kleinanleger auch dann teurer und riskanter, wenn er die Steuer durch die Nutzung von Derivaten oder synthetischen ETFs umgeht. Gerade für Kleinanleger kann es daher auch nach Einführung der Steuer die präferierte Lösung sein, auch mit der Steuer belastete Aktien weiterhin unmittelbar am Markt zu erwerben. Darin unterscheiden sich die Kleinanleger von den anderen Investorengruppen, für die das Ausweichen auf alternative Produkte in aller Regel mit geringeren Kosten und Risiken verbunden ist. Bei der Finanztransaktionssteuer in der vorliegenden Fassung handelt es sich insoweit im Kern um eine Kleinanlegersteuer.

Kleinanleger könnten auch solche Aktien erwerben, die der Steuer nicht unterworfen sind. Dies sind Aktien kleinerer Unternehmen sowie von Unternehmen, die ihren Sitz in Ländern ohne Aktienerwerbssteuer haben. Eine solche Verhaltensänderung kann im Prinzip positive Effekte haben: Kleinere Unternehmen kommen günstiger an Eigenkapital, und der üblicherweise massive *home bias*, also eine Übergewichtung von heimischen Aktien in den Portfolios der Anleger, wird durch den Kauf von Aktien aus anderen Ländern in – wenn auch wenig systematischer Weise – reduziert. Ob man allerdings Kleinanlegern mit Blick auf die damit verbundenen informationellen Probleme ein solches Anlageverhalten tatsächlich empfehlen kann erscheint zweifelhaft.

Damit bleibt als letzte Alternative die Möglichkeit, bei der Geldanlage auf den Erwerb von Aktienrisiken ganz verzichten und die daraus resultierenden Ineffizienzen in der Portfoliogestaltung in Kauf zu nehmen. Dies entspricht der Strategie der Mehrzahl der privaten Anleger in Deutschland, die nicht im Aktienmarkt investiert sind. Die ohnehin sehr geringe Quote von gegenwärtig etwa 16% (Quelle: DAI) der Anleger, die im Aktienmarkt investiert sind, dürfte sich durch Einführung der Steuer weiter verringern.

2. Großanleger und professionelle Investoren

Professionelle Investoren (zum Beispiel Finanzinstitute, Family Offices, Investmentabteilungen großer Unternehmen) sollten in der Lage sein, Derivate und andere Konstrukte zur Umgehung der Steuer zu nutzen, ohne dabei vergleichbare Nachteile zu erleiden wie Kleinanleger. Damit wird ein Aktienkauf nur erfolgen, wenn dieser mit geringeren Kosten verbunden ist als der Kauf einer die Aktie in ihrer Risiko- und Ertragswirkung ersetzenden Derivates. Sollte ein solches Derivat noch nicht existieren, kann bei entsprechendem allgemeinem Marktinteresse oder für große Investoren auch ein Derivat neu geschaffen werden, das sich genau an diesem Anlegerbedürfnis ausrichtet. Insgesamt entsteht damit aus der Steuer ein Anreiz zu einer Veränderung der Anlagestruktur in Richtung auf den verstärkten Einsatz von Derivaten und synthetischen Fonds und weg vom unmittelbaren Kauf der Aktie.

Damit würde die angedachte Steuer eine Entwicklung verstärken, die sich bereits abzeichnet: Immer mehr Portfolios werden passiv gemanagt, d.h. es wird ein bestimmtes Marktrisiko gekauft und nicht auf einzelne Titel gesetzt. Für eine solche Strategie erwirbt man in der Regel ein Aggregat und nicht die Einzeltitel des Marktes. Durch die Steuer würde sich diese Entwicklung auch auf aktive Strategien ausweiten: Für diese Investoren werden die bisher eher im Hintergrund der Entwicklung stehenden Derivate auf einzelne Aktien umso interessanter, je höher die Steuer auf den Aktienerwerb ausfällt.

Einen Sonderfall stellen strategische Investoren dar, die auf ihr Zielunternehmen Einfluss nehmen wollen und daher auch an dem mit der Aktie verbrieften Stimmrecht interessiert sind. Dabei reicht das Spektrum der Intentionen solcher Investoren vom Erwerb eines kleineren Aktienpakets als Option für spätere Aktivitäten (*toehold*) über den Erwerb einer strategischen Beteiligung bis zum Versuch der vollumfänglichen Übernahme eines Unternehmens. Gemeinsam ist ihnen, dass sie mit dem Aktienerwerb in der Regel steuerpflichtig würden. Auch hier sind Umgehungsstrategien unter Einsatz von Derivaten denkbar, die den eigentlichen Aktienerwerb zumindest aufschieben. Insgesamt sind solche Investoren aber von der Steuer weniger betroffen, da sie einen einmaligen Erwerb der Aktien beabsichtigen und ihr Portfolio nicht regelmäßig umschichten. Insoweit wird man, soweit sich der Steuersatz nicht erhöht, in der Steuer noch keine gravierende Einschränkung für den Markt für Unternehmenskontrolle sehen können.

3. „Spekulanten“

Die klassische Finanztransaktionssteuer richtet sich gegen spekulative Attacken und Überreaktionen des Marktes. Hinter solchen Marktereignissen stehen, jedenfalls der Vorstellung der

Befürworter dieser Steuer nach, „Spekulanten“, die durch ihr Verhalten Marktbewegungen selbst auslösen und von diesen profitieren wollen. Sowohl diese Begrifflichkeit als auch das Konzept an sich müssen an dieser Stelle nicht hinterfragt werden: Bei der intendierten Aktien-erwerbssteuer handelt es sich eben nicht um eine Finanztransaktionssteuer im Sinne der Theorie. Dennoch soll an dieser Stelle betrachtet werden, wie sich die Steuer auf das Verhalten von Marktteilnehmern auswirken würde, die am Kapitalmarkt Wetten auf kurzfristige Preisänderungen abschließen. Neben menschlichen Händlern sind dies heute zunehmend automatisierte Handelssysteme, die ihre Entscheidungen nach im Voraus programmierten oder sich dynamisch entwickelnden Algorithmen treffen.

Viele solcher Handelsteilnehmer und auch die meisten algorithmischen Handelssysteme gehen über den Tag hinweg riskante Positionen ein, die sie aber vor Handelsschluss schließen, um nicht über Nacht durch Marktentwicklungen überrascht zu werden. Diese klassischen Kurzfrist-Spekulanten sind von der Finanztransaktionssteuer gar nicht betroffen, da nur der tägliche Nettoerwerbssaldo besteuert wird. Die Steuer wird also erst fällig, wenn eine Aktienposition über Nacht gehalten wird.

Händler und computerisierte Handelssysteme mit in diesem Sinne etwas langfristigeren spekulativen Strategien würden besteuert, wenn sie Aktien über Nacht halten. Es ist aber davon auszugehen, dass sie auch Zugang zu den Märkten für Derivate haben und diese nutzen, wenn dies günstiger erscheint. Insbesondere computerisierte Systeme, die oft auf minimale Preisdifferenzen setzen, werden eine Aktienposition kaum über Nacht aufrechterhalten, wenn dadurch eine Steuer fällig wird. Die zu erwartenden Steuereinnahmen aus spekulativen Handelsaktivitäten dürften daher vernachlässigbar klein ausfallen.

Im Ergebnis werden die Marktsegmente, die für spekulative Übertreibungen und ein gelegentliches Marktversagen in Form von drastischen und überraschenden Preisbewegungen („Flash Crashes“) verantwortlich gemacht werden, von der Steuer nicht oder nur höchst marginal tangiert. Die anfängliche Einordnung der intendierten Steuer als bloße staatliche Einnahmequelle ohne positive Steuerungswirkung wird durch diese Detailbetrachtung bestätigt.

4. Kreditinstitute

Viele Kreditinstitute sind selbst kaum in Aktien investiert, halten aber oft im großen Umfang derivative Finanzinstrumente für Absicherungs- und gelegentlich auf Anlage- und Spekulationszwecke. Große Banken und einige andere spezialisierte Finanzinstitute emittieren Derivate und profitieren somit davon, wenn diese vermehrt nachgefragt werden. Insoweit wirkt eine

Steuer, die Marktteilnehmer zu einer verstärkten Nutzung von Derivaten anregt, wie eine Subvention der Großbanken und dieser anderen Marktteilnehmer.

Für die Emittenten von Derivaten wird der daraus erwachsende Vorteil dadurch gemindert, dass sie ihre Positionen aus emittierten Aktienderivaten oftmals durch den Erwerb der Aktien selbst absichern und dabei auch von Preisdifferenzen zwischen beiden Märkten profitieren. Dabei müssen die Institute allerdings nur den Saldo der Kundenpositionen absichern und sind auch frei darin, ihrerseits an Stelle der Aktien Aktienderivate zur Absicherung einzusetzen oder aber eine Position nicht oder nur teilweise abzusichern. Eine Steuer auf den Erwerb von Aktien würde die Absicherung offener Positionen aus Aktienderivaten insgesamt verteuern und einen Anreiz setzen, weniger abzusichern und somit höhere Risiken eingehen. Daneben ergibt sich ein selbstverstärkender Effekt daraus, dass durch die Steuer Aktienderivate auch verstärkt zur Absicherung anderer Aktienderivatepositionen eingesetzt würden.

Kreditinstitute, die bisher keine Derivate emittiert haben, könnten versucht sein, ebenfalls in diesen Markt einzusteigen, um ihren Kunden unabhängig von Drittanbietern ein umfassendes Angebot für ihr Anlageportfolio machen zu können. Mit Blick auf die heute schon kaum noch überschaubare Zahl von Derivaten würde dies jedenfalls nicht zur Markttransparenz beitragen. Weitere negative Effekte einer solchen Entwicklung sind die gefährliche Ausweitung der Geschäftstätigkeit solcher Institute auf Bereiche, in denen es ihnen möglicherweise an Kompetenz mangelt, und die mit Blick auf das systemische Risiko nicht wünschenswerte Angleichung der Geschäftsmodelle der Kreditinstitute.

5. Staat

Da die Steuer relativ leicht umgangen werden kann, ist zu erwarten, dass die dann tatsächlich erzielten Einnahmen nicht in gewünschter Höhe anfallen werden. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass die Erhebung der Steuer mit Kosten verbunden ist, wobei die Kosten verzerrter Verhaltensanreize die rein operativen Kosten sicher um ein Vielfaches übertreffen. Insgesamt kann sich daraus ein ungünstiges Verhältnis von Aufwand zu Ertrag einstellen, dass die Legitimität der Steuer insgesamt in Frage stellt. Dem Staat bieten sich drei Wege, um die Einnahmesituation zu verbessern:

- Erhöhung des Steuersatzes: Eine Erhöhung des Steuersatzes würde die adversen Effekte der Steuer verstärken und noch stärkere Anreize zur Umgehung der Steuer setzen. Ob auf diesem Wege höhere Steuereinnahmen erzielt werden können, ist aus diesem Grund zumindest zweifelhaft.

- Ausweitung der Steuer auf weitere Finanzinstrumente: Auf diesem Wege würde der Staat sowohl neue Einnahmequellen eröffnen als auch Umgehungsmöglichkeiten verschließen. Gegen das Vorgehen spricht, dass sich die aktuelle Begrenzung auf eine reine Aktienerwerbssteuer wohl auch aus den Limitationen bei der Steuererhebung bei anderen Finanzinstrumenten herleitet.
- Kriminalisierung der Umgehungsaktivitäten: Zumindest inländische Anleger könnte man durch eine verschärfte Auslegung oder gesetzliche Verschärfung des Steuerrechts zwingen, auf den Einsatz von Aktienderivaten als Substitut für den Aktienkauf zu verzichten. Ein entsprechendes Vorgehen kann auf der Grundlage des vorliegenden Entwurfes mit fast beliebiger Rigidität verfolgt und mit den gravierendsten strafrechtlichen Sanktionen bewehrt werden. Allein das Risiko einer solchen Entwicklung würde bei den Entscheidungsträgern in jedem am Kapitalmarkt in irgendeiner Form handelnden Unternehmen – schon aus ganz persönlichem Interesse – unmittelbar die Standortfrage aufwerfen.

An dieser Stelle wird die Bezeichnung der Steuer als „Finanztransaktionssteuer“ zum Problem, weil mit dieser Begriffsbildung sehr viel höhere Einnahmeerwartungen verbunden sind. Es ist daher zu erwarten, dass aus dem politischen Raum bald nach Einführung einer solchen Steuer Forderungen nach einer Verschärfung in die eine oder andere Richtung erhoben würden. Welche der drei diskutierten Wege der Staat dabei gehen könnte lässt sich aus heutiger Sicht aber nicht absehen.

Insgesamt erzeugt die Steuer also eine Vielfalt von Anreizen auf die unterschiedlichen Parteien. An erster Stelle stehen dabei die Bemühungen, die Steuer umzugehen. Mit Blick auf die zahlreichen Umgehungsmöglichkeiten ist zu erwarten, dass diese das realisierbare Steueraufkommen deutlich hinter den Erwartungen zurückfallen lassen. Hinsichtlich ihrer ökonomischen Auswirkungen sind diese Umgehungsaktivitäten allerdings ambivalent. In der Regel verringern die Verhaltensänderungen die negativen Effizienzwirkungen der Steuer. Sie erzeugen aber auch neue Ineffizienzen. Ähnliche Effekte ließen sich allerdings, vielleicht zumeist mit geringerer Intensität, bei jeder Steuer feststellen. Um die Relevanz dieser Beobachtungen einordnen zu können, stellen wir die Steuer im folgenden Abschnitt in den Kontext staatlicher Politik und bewerten sie auch aus dieser Perspektive.

5. Wirtschafts- und gesellschaftspolitischen Zielsetzungen

Eine Steuer stellt immer einen Eingriff in den Markt und in die Privatautonomie dar und ist insofern niemals „kostenlos“. Bei einer Steuer mit Steuerungswirkung kann man dieser Ineffizienz die von der Steuer bewirkten positiven Veränderungen im Verhalten der Menschen gegenüberstellen. Im vorliegenden Fall stehen auf der anderen Seite der Gleichung aber nur die mit der Steuer erzielten Einnahmen. Es stellt sich die Frage, ob die Kosten sich in einem guten Verhältnis zu den erzielten Einnahmen befinden, und, wenn ja, ob man diese Einnahmen auf anderem Wege nicht sehr viel günstiger hätte erzielen können.

Schon nach allgemeinen Kriterien erscheint das vorliegende Konzept einer Aktienerwerbssteuer nicht sehr attraktiv. Sie belastet vor allem Privatanleger. Die betroffenen Anleger dürften in aller Regel wohlhabender sein als der Durchschnitt der Bevölkerung. Menschen mit großen Vermögen werden die Steuer aber weitestgehend umgehen können. Und wie stark Kleinanleger durch die Steuer belastet werden, hängt wesentlich von der Zufälligkeit der gewählten Anlagestrategie ab. So erhöht in unseren Beispielrechnungen der Wechsel von einer passiven auf eine aktiven Anlagestrategie die Steuerbelastung bei einer Anlagedauer von 10 Jahren auf das circa 5,5-fache. Bei einer Anlagedauer von 40 Jahren steigt dieser Wert bis fast zum achtfachen an. Die durch die Steuer bewirkte Umverteilung ist insoweit vollkommen diffus. Wenn sich überhaupt eine systematische Wirkung ergibt, besteht diese in einer weiteren Verstärkung des Mittelstandsbauches der Besteuerung, aber innerhalb dieses Mittelstands ist die Belastungswirkung dann wieder willkürlich.

Daneben wird die Steuer auf europäischer Ebene wohl Stückwerk bleiben und schadet insofern als weitere steuerpolitische Sonderregelung der Europäischen Integration. Das weitere Länder sich der „Verstärkten Zusammenarbeit“ für das vorliegende Steuerkonzept anschließen werden erscheint unwahrscheinlich und schon die bisherige Gruppenbildung künstlich und fragil. Die Auswirkung der Steuer im Kontext des Brexits und dem mit dieser politischen Verwerfung verbundenen Ausscheiden des Londoner Finanzplatzes aus dem gemeinsamen Europäischen Markt verdienen eine eigene Analyse, aber eine positive Wertung ist hier sicher nicht zu erwarten. Und schließlich eröffnet sich ein weites Feld an Umgehungsmöglichkeiten, die sich, wenn der Staat seinen Einnahmeanspruch erhärten möchte, zu erheblichen Rechtsrisiken für die Entscheider in Unternehmen entwickeln können.

Die Problematik der Steuer reicht aber über solche eher operativen Schwächen hinaus, die man für eine entsprechend wertvolle Steigerung der staatlichen Einnahmen vielleicht in Kauf nehmen mag. Dies wird deutlich, wenn man die Steuer im Kontext mit anderen wirtschaftspo-

litischen Zielsetzungen und den daran anknüpfenden Feldern staatlichen Handelns betrachtet. Für die von uns dabei angeführten Zielsetzungen dürfte ein relativ breiter politischer und gesellschaftlicher Konsens vorhanden sein, auch wenn Priorisierung und konkrete Auslegung je nach politischer Grundeinstellung recht unterschiedlich ausfallen können. Eine Verletzung dieser Zielsetzung ist damit in jedem Fall als ein unerwünschter Nebeneffekt der Steuer zu werten.

Aus Gründen der Beschränkungen im Darstellungsumfang sollen diese Zielsetzungen unkommentiert und ohne einen Nachweis darüber angeführt werden, von welchen politischen oder gesellschaftlichen Kräften Deutschlands sie in welcher Interpretation verfolgt werden und wo sich in der Vergangenheit das Handeln des Staates durch diese Zielsetzungen leiten ließ. Wir beschränken uns im Folgenden auf eine kurze Beschreibung der jeweiligen Zielsetzung sowie eine knappe Aussage zum Verhältnis der geplanten Aktienerwerbssteuer zu dieser Zielsetzung und zu den an sie anschließenden staatlichen Maßnahmen.

1. Förderung der Kapitalmarkteffizienz

Funktionierende Kapitalmärkte lenken das Kapital in seine beste Verwendung und tragen in dieser Funktion entscheidend zur Wohlfahrt eines Landes und zur globalen wirtschaftlichen Entwicklung bei. Um diese Funktion zu erfüllen, müssen die Marktteilnehmer die vorhandenen Investitionsmöglichkeiten bewerten und danach handeln können. An einem effizienten Kapitalmarkt können die Marktteilnehmer ohne Friktionen handeln, und im Ergebnis repräsentiert der Preis der gehandelten Wertpapiere die über sie verfügbare Information. Ineffiziente Kapitalmärkte führen zu einer Fehlallokation des Kapitals und damit zu Wohlfahrtsverlusten.

Wie bereits dargestellt, werden nur einige Aktien besteuert, und der Markt für Aktien insgesamt bildet auch nur einen Teilmarkt des Marktes für Aktienrisiken, der eben auch Aktienderivate und -fonds umfasst. Dieser Markt wiederum ist eines von zahlreichen Segmenten des globalen Kapitalmarkts, und keineswegs das wichtigste. Der Gesamteffekt der Steuer auf die Kapitalmarkteffizienz dürfte daher begrenzt sein. Dessen ungeachtet sind damit einhergehenden Wohlfahrtsverluste nicht erstrebenswert und müssen als Kosten der Steuer in die Betrachtung einbezogen werden.

Viele Studien zur Effizienz von Märkten beschäftigen sich mit der Möglichkeit, möglichst friktionsfrei zu handeln. Dieser Aspekt lässt sich gut über das Konzept der Marktliquidität abbilden. In dieser Hinsicht ist die Aktienerwerbssteuer leicht einzuordnen. Sie verringert den Handel in Aktien und damit die Liquidität des Aktienmarktes. Dies ist nicht nur nachteilig für die betroffenen Handelsteilnehmer, für die sich die Transaktionskosten des Handelns erhöhen.

Es bedeutet auch, dass die Märkte Informationen weniger effizient verarbeiten und daher ihrer zentralen ökonomischen Funktion mit geringerer Präzision nachkommen. Wie gravierend die Auswirkungen im Fall einer Aktienerwerbssteuer sind durchaus umstritten. Bezeichnenderweise wird die Steuer zunächst für die größten und damit liquidesten Aktien eingeführt, bei denen ein Nachweis negativer Auswirkungen auf die Marktliquidität schwierig sein kann. Eine Ausdehnung der Steuer auf weniger liquide Marktsegmente könnte hier deutlich gravierendere und eindeutiger nachweisbare Auswirkungen haben, da diese Segmente den auf die Einführung der Steuer folgenden und nachweisbaren Rückgang der Handelsaktivitäten weniger gut verkraften können.

Ein anderer Aspekt der Steuerwirkung lässt sich per se nicht gut quantifizieren, ist aber gleichwohl bedeutsam: Welche Anreize bestehen für die Marktteilnehmer, durch eigene Recherchen und Analysen neue Informationen zu generieren, die dann vom Kapitalmarkt verarbeitet werden können? Da auf die allgemeine Marktentwicklung über entsprechende Indexprodukte weiterhin zu geringen Kosten gehandelt werden kann, dürften solche Informationen auch weiterhin mit gleicher Intensität erzeugt werden. Deutlich reduzieren dürften sich dagegen die Anreize, über einzelne Aktien etwas herauszufinden. Dabei ist zu beachten, dass der einfache Erwerb unterbewerteter Aktien oder Verkauf überbewerteter am Markt für die anderen Marktteilnehmer und insbesondere den algorithmischen Handel viel zu leicht zu durchschauen wären. Die heutigen, oft durch computerisierte Agentensysteme durchgeführte Handelsstrategien zur Ausnutzung solcher Informationen können daher oft eine große Zahl von Transaktionen in verschiedenen Finanzinstrumenten auslösen, die, zumindest wenn dabei Positionen in steuerpflichtigen Aktien über Nacht gehalten werden, die Steuerlast entsprechend erhöhen. Die Schwelle des erwartenden Ertrags solcher Information, ab dem sich die Informationssuche lohnt, erhöht sich somit durch die Einführung der Steuer deutlich. Auch wenn also die Kapitalmärkte die vorhandenen Informationen weiterhin recht gut verarbeiten, wäre doch insgesamt weniger Information vorhanden, mit entsprechenden negativen Konsequenzen für die Effizienz der Kapitalallokation auf der Ebene der einzelnen Aktien. Daran geknüpft ist auch eine schlechtere Anreizsteuerung der Leitung der betroffenen Unternehmen, da der Kurs der Aktien dieser Unternehmen nun relativ zur Kursentwicklung anderer Aktien den Erfolg eines Unternehmens weniger genau abbildet.

Anhand der politischen Zielsetzung der Förderung der Kapitalmarkteffizienz wird die Diskrepanz zwischen der mit dem Begriff der „Finanztransaktionssteuer“ verbundenen und geweckten Erwartungen und der Realität der nun zu diskutierenden Aktienerwerbssteuer nochmals deutlich. Eine Finanztransaktionssteuer soll spekulativen Übertreibungen Einhalt bieten und

ist somit als Instrument zur Erhöhung der Kapitalmarkteffizienz zu verstehen. Für das vorliegende Konzept existiert keine belastbare Argumentationslinie, nach der diese Steuer die Effizienz der Kapitalmärkte erhöhen könnte. Vielmehr ergeben sich klare Hinweise darauf, dass sie die Effizienz der Kapitalmärkte verringern würde.

2. Förderung des Aktienbesitzes von Kleinaktionären/Erhöhung der Aktienquote

Deutsche Anleger investieren nur einen relativ kleinen Anteil ihres Vermögens in Aktien oder andere riskante Titel. Die große Mehrzahl der Anleger verzichtet sogar ganz auf solche Anlageformen. Dominierend sind vielmehr festverzinsliche Anlageformen bis hin zum niedrig verzinslichen Sparbuch mit „gesetzlicher Kündigungsfrist“. Damit sind die Anlageportfolios überwiegend sehr ineffizient gestaltet. Durch eine verbesserte Diversifikation wären dominante Portfolios möglich, die bei gleicher erwarteter Rendite ein geringes Risiko, bei gleichem Risiko eine höhere erwartete Rendite oder eben beides beinhalten.

Aktien sind für Kleinanleger ein ideales Instrument, um eine bessere Diversifikation ihrer Portfolios zu verwirklichen. Sie sind als Finanztitel relativ transparent und auch Menschen mit wenig Interesse an Kapitalmärkten mit vertretbarem Aufwand zu vermitteln. Und schon über den Erwerb einer relativ geringen Zahl verschiedener Aktien lässt sich ein recht hoher Grad der Diversifikation erzielen. Schließlich kann der Anleger die gewünschte Risiko- und Chancenposition über Aktien unmittelbar erwerben und muss sich keine Gedanken über ein mögliches Gegenparteirisiko machen. Es sollte also ein öffentliches Interesse daran bestehen, deutschen Anlegern den Erwerb von Aktien zu erleichtern. Eine Aktienerwerbssteuer bewirkt natürlich genau das Gegenteil.

An dieses aus der modernen Portfoliotheorie abgeleitete Argument knüpfen sich weitere wirtschafts- und gesellschaftspolitischer Zielsetzungen, die durch eine Aktienerwerbssteuer tangiert werden:

1. Mit zahlreichen staatlichen Instrumenten wird versucht, die private Altersvorsorge zu fördern. Aktien sind für private Anleger eines der wichtigsten Instrumente eines langfristigen Vermögensaufbaus und damit der privaten Altersvorsorge. Wie ausgeführt, reduziert eine Aktienerwerbssteuer bei Betrachtung realistischer Anlagestrategien aber gerade auf die lange Frist den Anlageerfolg erheblich. Private Anleger könnten dies entweder in Kauf nehmen oder eben bei festverzinslichen Anlageformen verharren. In jedem Fall wird die private Altersvorsorge deutlich weniger attraktiv. Insofern richtet sich die geplante Aktienerwerbssteuer in besonderem Maße gegen die Politik der Förderung privater Vorsorge für das Alter.

2. Deutsche Anleger leiden wegen ihrer starken Fokussierung auf Zinstitel besonders stark unter der andauernden Niedrig- und Negativzinsphase. Besser diversifizierte Anlageportfolien wären hinsichtlich der Ergebniswirkung sowohl von Zins- und auch Inflationsrisiken deutlich robuster. Eine höhere Aktienquote würde insoweit auch durchaus dem gesellschaftlichen Ausgleich und dem Schutz der Schwachen dienen, die solche Risiken weniger gut tragen können als wohlhabende und meist auch in weiteren Dimensionen ihres Vermögens besser diversifizierten Investoren. Der Weg dorthin wird durch eine Aktienerwerbssteuer gerade für Kleinanleger verteuert.

3. Die Aktien der großen börsennotierten deutschen Unternehmen werden ganz überwiegend von Investoren aus dem Ausland gehalten. Eine höhere Aktienquote könnte ermöglichen, dass größerer Anteil an diesen Unternehmen von deutschen Investoren gehalten wird und die Finanzierung damit weniger abhängig von ausländischem Geld und insoweit weniger krisenanfällig wird. Ob dies mit Blick auf eine bessere Diversifikation der Geldanlage sinnvoll ist erscheint allerdings zweifelhaft, da die meisten Anleger per se keine ausreichende internationale Streuung ihrer Anlagen vornehmen (Stichwort *home bias*, vgl. Abschnitt 4 Punkt 1). Aber immerhin würde eine höhere Aktienquote, bei der deutsche Anleger verstärkt in in- und ausländische Aktien investieren, die Einseitigkeit dieser Abhängigkeit verringern.

3. Stärkung der Eigenkapitalbasis der Unternehmen

Eigenkapital ist für Unternehmen eine besonders wertvolle Finanzierungsquelle: Es dient als Konkurspuffer bei Verlusten, und Auszahlungen auf das Eigenkapital erfolgen erst, wenn ein Unternehmen Gewinn erzielt hat. Ein ausreichendes Eigenkapital erhöht somit einerseits die Kreditwürdigkeit der Unternehmen und verschafft ihnen Zugang zu günstigen Fremdfinanzierungskonditionen. Das Unternehmen erscheint aber auch ganz allgemein als zuverlässigere Partner für auf Dauer angelegte Beziehungen mit Lieferanten, Kunden und Mitarbeitern. Andererseits gibt es dem Unternehmen die Freiheit, auch riskante und nur langfristig erfolgversprechende Investitionen zu tätigen. Gerade für sehr innovative Unternehmen ist daher die Verfügbarkeit von Eigenkapital von ausschlaggebender Bedeutung.

Der deutsche Staat begegnet diesem Mangel mit Förderprogrammen, die den Unternehmen den Zugang zu Eigenkapital oder Eigenkapitalsubstituten erleichtern soll. Zu nennen sind staatliche Fonds, die unmittelbar Eigenkapital zur Verfügung stellen, aber auch staatliche Bürgschaften und Garantien. In einer marktwirtschaftlichen Ordnung stellen solche staatlichen Subventionen aber letztlich nur einen Notbehelf dar, der zur Minderung der negativen Auswirkungen eines Marktversagens herangezogen werden kann. Die unmittelbare Aufnahme von Eigenkapital durch die Unternehmen am Kapitalmarkt ist dem immer vorzuziehen.

Die geplante Steuer belastet unmittelbar nur die Erwerber von Aktien auf dem Sekundärmarkt. Wenn Unternehmen durch die Ausgabe von Aktien am Primärmarkt Eigenkapital aufnehmen, entsteht aus dieser Transaktion keine Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem Staat. Die Erwerber dieser Aktien werden allerdings antizipieren, dass der zukünftige Handel in diesen Aktien am Sekundärmarkt mit einer Steuer belastet ist. Sie nehmen daher die Aktien auch am Primärmarkt nur noch zu einem geringeren Preis ab. Soweit sich die Liquidität der Aktienmärkte durch die Besteuerung des Aktienerwerbs verringert, reduziert sich der Emissionspreis zusätzlich durch die erhöhte Liquiditätsprämie des Sekundärmarktes. Eigenkapital wird damit für die Unternehmen teurer und weniger attraktiv. In Relation zu einer Situation ohne die Steuer verfügen die Unternehmen im Ergebnis über weniger Eigenkapital, und dieses wird für sie teurer. In diesem Sinne wirkt die Aktienerwerbssteuer allen Maßnahmen entgegen, mit denen Staat bemüht ist, die Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen zu verbessern oder den negativen Auswirkungen einer zu niedrigen Eigenkapitalquote entgegen zu wirken.

4. Stärkere Bindung der Finanz- an die Realwirtschaft

Das Konzept der Finanztransaktionssteuer wurde nach der globalen Finanzkrise auch deshalb wieder aufgegriffen, weil man eine Loslösung der Finanzmärkte von der Entwicklung der Realwirtschaft zu beobachten glaubte. Das Nominalvolumen gehandelter Derivate überstieg (und übersteigt unverändert) jede andere ökonomische Wertgröße. Man befürchtete, dass die Preisentwicklung auf diesen Märkten sich von der realen wirtschaftlichen Entwicklung lösen und durch exzessive Preisschwankungen die Wirtschaft destabilisieren könnte. Aus dieser Perspektive heraus erscheint es sinnvoll, die Emissionstätigkeit und den Handel von Derivaten zurückzudrängen. Bestehende staatliche Maßnahmen im Bereich der Finanzmarktregulierung sind darauf gerichtet, die negativen Auswirkungen riskanter Derivate auf die Marktstabilität einzuschränken und insgesamt die Krisenresistenz der Finanzmärkte zu erhöhen.

Dies ist nicht Stelle, die Wirksamkeit dieser Maßnahmen und die dahinterstehende Weltsicht kritisch zu hinterfragen. Im vorliegenden Kontext ausschlaggebend ist, dass die vorgeschlagene Steuer gerade den Typ eines Finanztitels mit dem größten Bezug zur Realwirtschaft trifft. Aktien repräsentieren das Miteigentum an einem Unternehmen. Sie stehen für das Eigentum an den Produktionstechnologien, die den realen Kern unserer Volkswirtschaft bilden. Die Bindung zwischen Finanz- und Realwirtschaft wird also eher geschwächt, wenn man den Erwerb von Aktien mit einer Steuer belastet. Vor allem aber setzt die Steuer deutliche Anreize, verstärkt Derivate einzusetzen. Soweit man also in der herausragenden Rolle von Derivaten auf den Finanzmärkten ein Problem sieht, wird dieses Problem durch die Steuer in ihrer vorliegenden Form sogar noch vergrößert.

Insgesamt wird deutlich, dass die geplante Steuer einen Fremdkörper im aktuellen staatlichen und gesellschaftlichen Zielsystem bildet. Sie steht in ihrer Wirkung im eklatanten Widerspruch zu anderen Bestrebungen des Staates, für die auch staatliche Mittel eingesetzt werden. Im Sinne der Garantie eines bestimmten Niveaus der Zielerreichung müsste der Staat demnach in diesen Politikfeldern sogar verstärkt Mittel einsetzen, um die negativen Auswirkungen der Steuer zu kompensieren. Ob sich die Steuer dann noch für den Staat rechnet sei dahingestellt. Es nicht zu tun hieße aber, die genannten etablierten und überwiegend gut begründeten Ziele ohne Rücksicht auf die Verluste der einen Zielsetzung unterzuordnen, eine als Finanztransaktionssteuer bezeichnete staatliche Einnahmequelle etablieren zu können. Im Gesamtkontext staatlichen Handelns wird die Steuer in jedem Fall zu einem sehr teuren und hochgradig ineffizienten Instrument staatlicher Einnahmepolitik.

Zitierte Quellen

Bundesministerium der Finanzen (BMF) (2014) Endbericht zum Forschungsvorhaben fe 26/10: Besteuerung des Finanzsektors im Branchenvergleich und im internationalen Vergleich. Autoren: Rainer Haselmann (Universität Bonn), Roland Ismer (Universität Erlangen-Nürnberg) und Ashok Kaul (Universität des Saarlandes).

Capelle-Blanchard, B. (2015) The Financial Transaction Tax: A Really Good Idea. Presentation to the Scientific Advisory Board of the AMF on September 14, 2015.

Capelle-Blanchard, B. und O. Havrylchyk (2016) The impact of the French securities transaction tax on market liquidity and volatility. *International Review of Financial Analysis* 47, 166-178.

Colliard, J.-E. und Hoffmann, P. (2017) Financial Transaction Taxes, Market Composition, and Liquidity. *Journal of Finance* 72, 2685-2716.

Gomber, P.; Haferkorn, M. und K. Zimmermann (2016) Securities Transaction Tax and Market Quality – the Case of Franc. *European Financial Management* 22, 313-337.

Kaserer, Ch. (2013) Finanztransaktionssteuer und Altersvorsorge – Wirkungen und Nebenwirkungen. Gutachten im Auftrag der Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft.

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

Meyer,S.; Wagener, M. und C. Weinhardt (2015) Politically Motivated Taxes in Financial Markets: The Case of the French Financial Transaction Tax. *Journal of Financial Services Research* 47:177–202.

Oxera (2006) *The Cost of Capital: An International Comparison*, Oxford, Oxera Consulting, Ltd.