

Finanztransaktionssteuer und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

Dr. Norbert Kuhn / Dr. Franz-Josef Leven

16. DIRK-Konferenz

„Liquidität wohin? Finanzierung woher? IR in der Schlüsselrolle“

Frankfurt, 3. und 4. Juni 2013



Agenda

- ▣ *Finanztransaktionssteuer (FTS): Überblick und Zielsetzung*
- ▣ Auswirkungen auf den Kapitalmarkt
- ▣ Steuerlast der Realwirtschaft: Studie des Deutschen Aktieninstituts



Die Finanztransaktionssteuer (FTS): Überblick

- Ende 2012: Beschluss von elf EU-Mitgliedstaaten zur verstärkten Zusammenarbeit
- Februar 2013: Gesetzentwurf der Europäischen Kommission, Börsen- und OTC-gehandelte Finanzinstrumente einbezogen
- Mindeststeuersatz auf den Kauf *und* den Verkauf eines Finanzinstruments
 - Finanzinstrumente (Aktien, Anleihen, Repos, Commercial Paper usw.): 0,1 %
 - Derivate (Nominalwert): 0,01 %
- Ansässigkeitsprinzip und Emissionsprinzip



Die Ziele der FTS

- ▣ Kommissionsvorschlag
 - ▣ Angemessener und substanzieller Beitrag der Finanzinstitute zu den Kosten der jüngsten Krise
 - ▣ Schaffung geeigneter Hemmnisse für Transaktionen, die der Effizienz der Finanzmärkte nicht förderlich sind

- ▣ Papier der Bundesregierung zur Einführung einer FTS (Juni 2012):
 - ▣ „[...] den Finanzsektor an den Kosten der Bewältigung zu beteiligen.“
 - ▣ „Ebenso gilt es, die Auswirkung der Steuer auf Instrumente der Altersversorgung, auf die Kleinanleger sowie die Realwirtschaft zu bewerten und negative Folgen zu vermeiden sowie zugleich unerwünschte Formen von Finanzgeschäften zurückzudrängen“



Agenda

- ▣ Finanztransaktionssteuer (FTS): Überblick und Zielsetzung
- ▣ *Auswirkungen auf den Kapitalmarkt*
- ▣ Steuerlast der Realwirtschaft: Studie des Deutschen Aktieninstituts



„Spekulantentum“ und Blasenbildung / Volatilität

- ▣ FTS soll “nicht-förderliche” (“spekulative”) Transaktionen unterbinden
- ▣ FTS soll das Finanzsystem stabilisieren und Kursschwankungen verringern
- ▣ Aber: Mit der FTS steigen die Transaktionskosten, das Handelsvolumen nimmt ab
- ▣ Damit ist i.d.R. auch eine Erhöhung der Volatilität an den Märkten verbunden



Lenkungsziel der FTS: Verringerung der Volatilität?

Autoren	Anzahl	Auswirkungen der FTS
Wang/Yau (2000); Lindgren (1994); Jones/Seguin (1997); Atkins/Dyl (1997); Green et al. (2000); Aitken/Swan (2000); Hau (2006); Domowitz et al. (2000); Swan/Westerholm (2001); Bessembinder/Rath (2002); Aliber et al. (2003); Baltagi et al. (2006); Liu/Zhu (2009); Lanne/Vesala (2010)	14	Höhere (steuerinduzierte) Transaktionskosten bedeuten Anstieg der Volatilität
Hu (1998); Roll (1989); Saporta/Kann (1997); Chou/Wang (2006); Phylaktis/Aristidou (2007); Su/Zheng (2011)	6	Kein signifikanter Zusammenhang zwischen Transaktionskosten und Volatilität
French/Roll (1986); Bessembinder/Seguin (1993); Jones et al. (1994); Hau (2001); Huang (2002); Sarwar (2003)	6	Höheres Handelsvolumen / höhere Handelsfrequenz („Überliquidität“) bedeutet höhere Volatilität

Quellen: Schulmeister et al. (2008) und McCulloch/Pacillo (2011)



Liquiditätsauswirkungen: Market Maker/Specialists

- ❑ Market Maker/Specialists sind gerade bei weniger liquiden Märkten wichtige Marktteilnehmer (Aktien kleinerer Unternehmen; Unternehmensanleihen)
- ❑ FTS wird Erträge der Market Maker/Specialists faktisch aufzehren
- ❑ Folge: Liquidität sinkt, Transaktionskosten steigen, für Investoren sind diese Märkte zunehmend unattraktiv, “Austrocknen” bestimmter Marktsegmente
- ❑ **Kapitalmarktfinanzierung wird erschwert; Widerspruch zu dem Ziel der EU-Kommission, u.a. KMUs den Zugang zu Kapitalmärkten zu erleichtern!**

Liquiditätsauswirkungen: High-Frequency-Trading (HFT)

- ❑ HFT als Paradebeispiel für „nicht-förderliche“ Transaktionen
- ❑ „Herkömmliche“ Strategien im HFT
 - ❑ „Quasi-Market-Maker“
 - ❑ Ausnutzen von Marktineffizienzen: (Milli-)sekundenschnelle Arbitrage bspw. zwischen verschiedenen Märkten
- ❑ HFT steigert i.d.R. die Liquidität der Märkte (wird durch diverse Studien belegt)
- ❑ Mit FTS wird HFT in den besteuerten Gebieten und in Aktien von Emittenten aus dem besteuerten Gebiet (Emissionsprinzip!) zunehmend uninteressant
- ❑ Damit steigen die Handelskosten und sehr wahrscheinlich auch die Volatilitäten



Weitere Auswirkungen: Investorenverhalten

- ▣ Tendenz zum „Buy-and-Hold“
- ▣ Aber...
 - ▣ auch kurzfristig orientierte Anleger sind wichtig (Liquidität!)
 - ▣ verringerte „Exitmöglichkeit“ aus der Aktie für Langfristinvestoren muss mit höheren Renditen „bezahlt“ werden
- ▣ Institutionelle Anleger werden tendenziell ihr Portfolio weniger umschichten
- ▣ Derzeitige Umschlaghäufigkeit in D: Aktienfonds: 86 Prozent, Mischfonds: 59 Prozent, Rentenfonds: 54 Prozent
- ▣ Attraktivität von Indexfonds wird (weiter) zunehmen



Weitere Auswirkungen: Emissionsprinzip

- ▣ Emissionsprinzip: Handel einer in Deutschland emittierten Aktie ist steuerpflichtig – egal wo!
- ▣ Attraktivität „steuerpflichtiger“ Aktien unter internationalen Investoren verringert sich
- ▣ Unter den Ausweichreaktionen leidet möglicherweise die Transparenz der Aktionärsstruktur / des Handels
 - ▣ Schaffung von „Aktiensurrogaten“ wie ADR usw.: Kontakt zum Endinvestor?
 - ▣ Ausweichen auf Märkte, auf die der deutsche Fiskus kaum einen Zugriff haben wird: OTC-Handel, Dark Pools usw.

Weitere Auswirkungen: Commercial Papers

- ❑ Commercial Papers sind als “Kurzläufer” (ein Tag bis drei Monate) wichtige Alternative zur Bankeinlage
- ❑ FTS wird zumindest den “Zinsabstand” zur Bankeinlage überkompensieren und damit die Investition in CPs unattraktiv machen
- ❑ **Der Markt für CPs wird faktisch “austrocknen” und damit ein wichtiges Anlage- und Refinanzierungsinstrument wegfallen!**

Agenda

- ▣ Finanztransaktionssteuer (FTS): Überblick und Zielsetzung
- ▣ Auswirkungen auf den Kapitalmarkt
- ▣ *Steuerlast der Realwirtschaft: Studie des Deutschen Aktieninstituts*



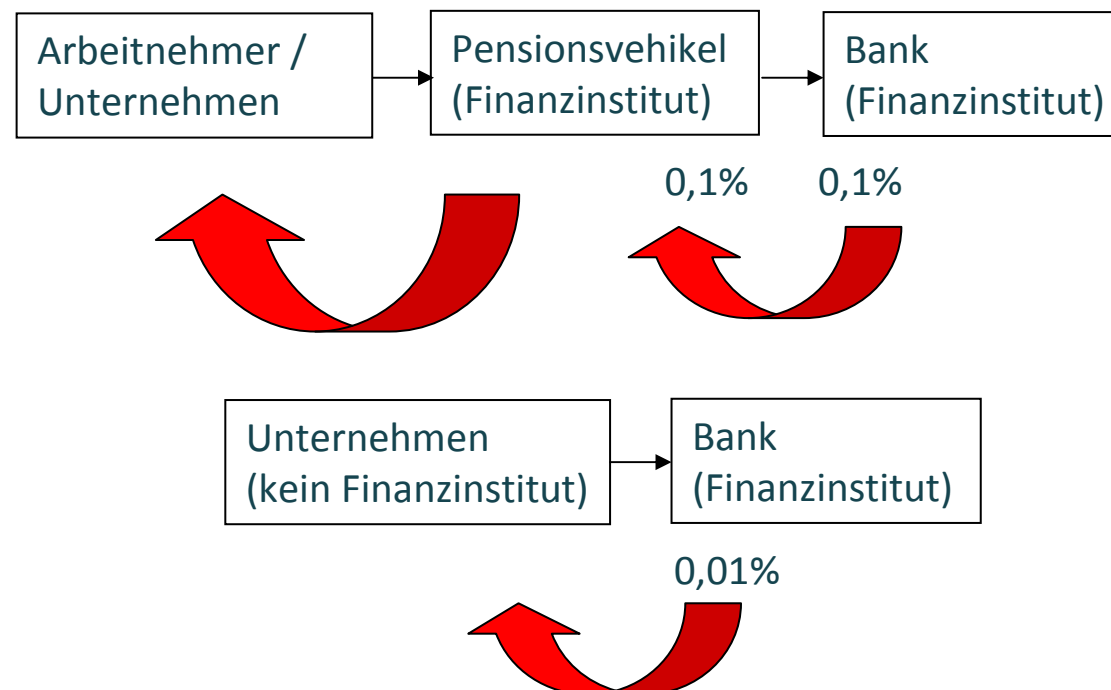
FTS-relevante Finanztransaktionen der Realwirtschaft

- ▣ Derivatetransaktionen zur Absicherung operativer Risiken
- ▣ Wertpapieranlage durch Pensionsvehikel
(Pensionsfonds, Unterstützungskassen usw.)
- ▣ Emission von Verbriefungen und Commercial Paper als wichtige Refinanzierungsinstrumente der Realwirtschaft
(lückenhaftes Emissionsprivileg)
- ▣ „Sonstige“ Wertpapiertransaktionen: Anlage liquider Mittel
(z.B. in Geldmarktfonds), Aktienkäufe für M&A, ...



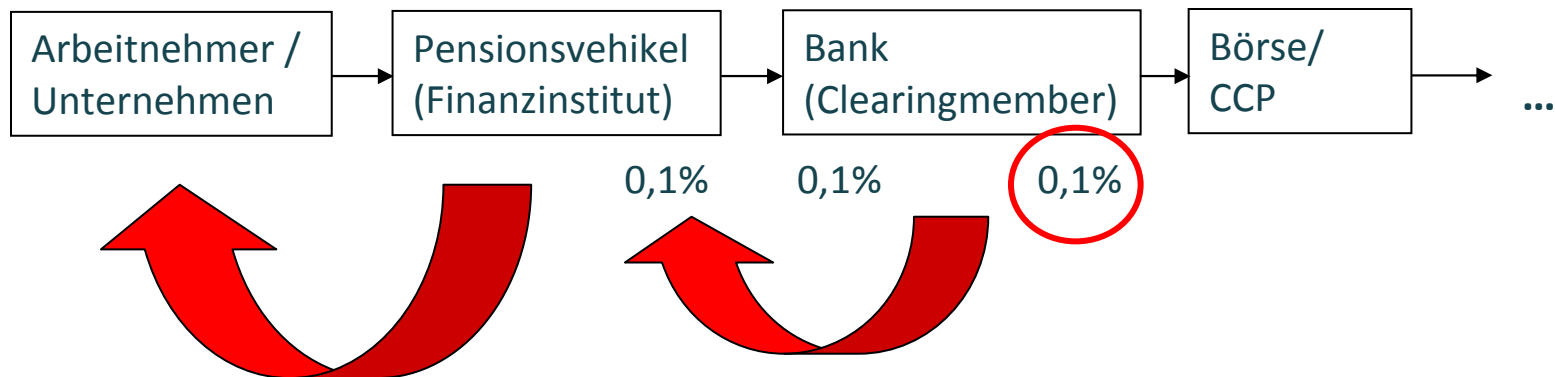
Problem 1: Überwälzung auf die Endkunden

- IWF: Endkunden werden wegen Überwälzung Großteil der Steuerlast tragen
- Überwälzung beim Aktienerwerb / im Derivatehandel

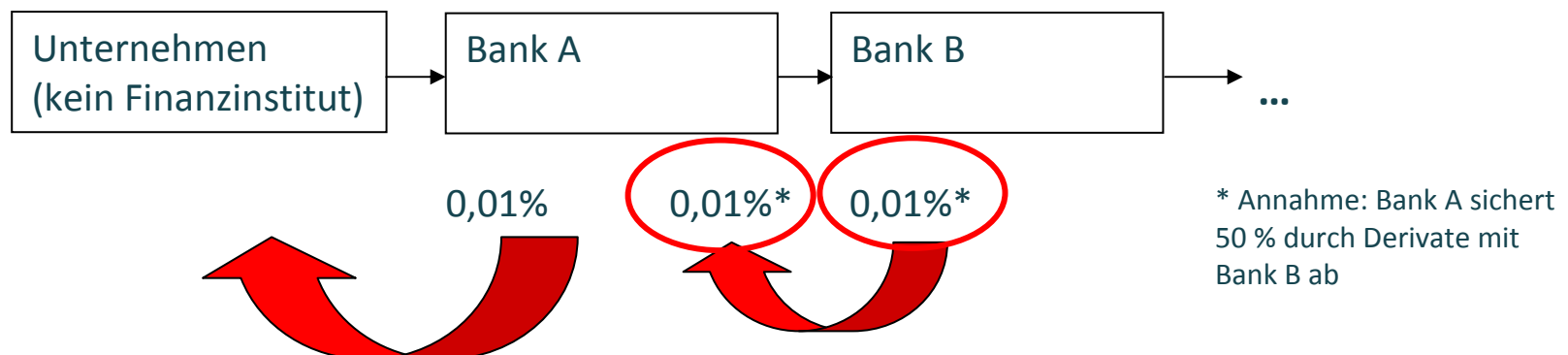


Problem 2: Endnutzer tragen Kosten aus Steuerkaskaden

▣ Kaskadeneffekt im Börsenhandel (Aktienkauf)

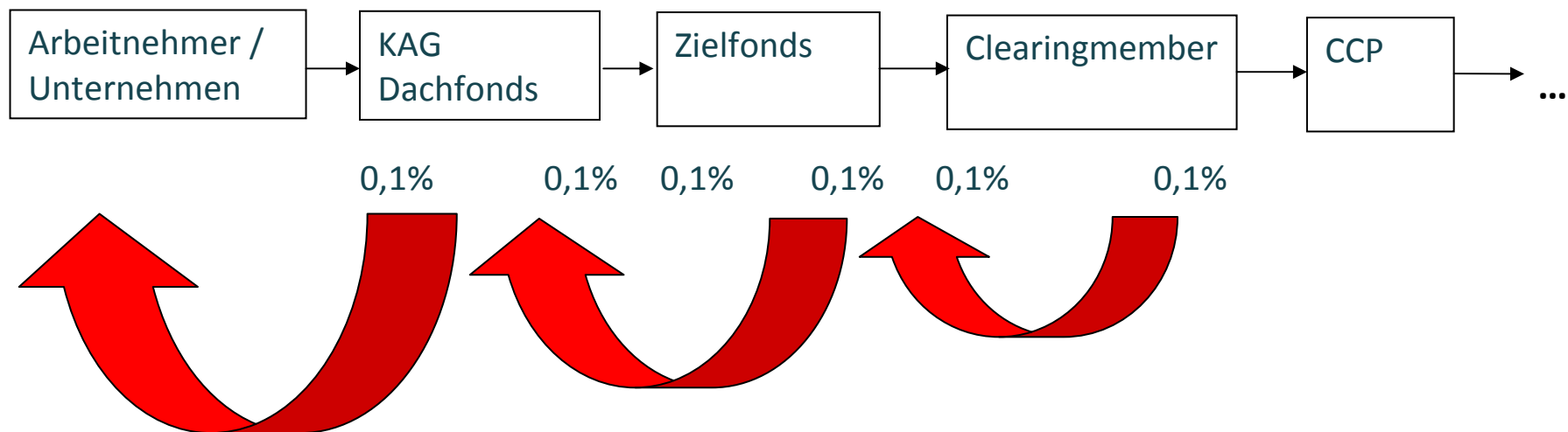


▣ Kaskadeneffekt im OTC-Derivatehandel (Währungsderivat)



Kaskadeneffekt bei der Anlage von Pensionszusagen in (Spezial-)Dachfonds

- ▣ Wurde in der Auswirkungsstudie nicht berücksichtigt!



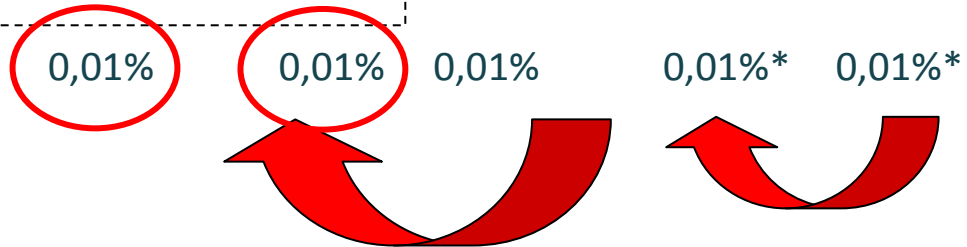
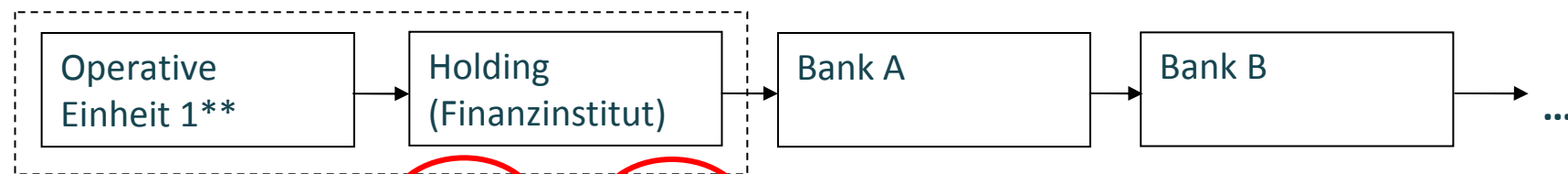
Problem 3: Weite Definition „Finanzinstitut“ (1)

- ▣ „Finanzinstitut“: Banken, Versicherer usw. – und alle Unternehmen, sofern der jährliche Durchschnittswert ihrer finanziellen Transaktionen über fünfzig Prozent ihres durchschnittlichen Netto-Jahresumsatzes ausmacht
- ▣ Definition bezieht sich auf rechtliche Einheit
 - ▣ Zentralisierung des Konzern-Treasury auf Holdingebene oder in rechtlich selbständiger Einheit. Den Finanzaktivitäten dieser Einheiten steht kein entsprechender operativer Umsatz gegenüber
 - ▣ Gleiches Problem ergibt sich bei Vehikeln der betrieblichen Altersvorsorge, z.B. Unterstützungskassen

Problem 3: Weite Definition „Finanzinstitut“ (2)

- Definition „finanzielle Transaktionen“
 - Derivate zur Absicherung operativer Risiken
 - Strategische M&A-Transaktionen
 - Ausgabe von Finanzinstrumenten (Anleihen, CP usw.)

- Folge: Direkte Steuerpflicht für externe *und* interne Finanztransaktionen!



** Tochtergesellschaft ist ggf. auch steuerpflichtiges Finanzinstitut

* Annahme: Bank A sichert 50 % durch Derivate mit Bank B ab

Quantifizierung der jährlichen Auswirkungen

- ▣ Basis:
 - 24 größere Unternehmen mit über 1,8 Millionen Mitarbeitern in Deutschland und einem weltweiten Umsatz von weit über 1.100 Mrd. Euro (GJ 2012)

- ▣ Berücksichtigung von
 1. Überwälzung
 2. Kaskadeneffekten
 3. Einstufung als „Finanzinstitut“

Quantifizierung der jährlichen Auswirkungen

- ▣ Jährliche Kosten durch Finanztransaktionssteuer für 24 deutsche Unternehmen der Realwirtschaft

	Ohne Kaskadeneffekte	Mit Kaskadeneffekten
Keine Einstufung als „Finanzinstitut“	603 Mio. Euro p.a.	1,1 Mrd. Euro p.a.
Einstufung als „Finanzinstitut“	1 Mrd. Euro p.a.	1,5 Mrd. Euro p.a.

Quantifizierung der Auswirkungen – weitere Belastungen, die nicht berücksichtigt wurden (Auswahl)

- ▣ Kaskadeneffekte sind konservativ geschätzt
- ▣ Neben der Treasury-Einheit bzw. der Holdinggesellschaft sind u.U. weitere Konzerngesellschaften von der Definition „Finanzinstitut“ betroffen
- ▣ Sinkende Liquidität / steigende Transaktionskosten ...
 - ▣ ... erschweren und verteuern die kapitalmarktorientierte Finanzierung
 - ▣ ... können zum (kompletten) Austrocknen bestimmter Marktsegmente führen (z.B. Commercial Papers / Repo, kurzfristige Derivate, weniger liquide Aktien / Unternehmensanleihen)
 - ▣ ... verteuern über steigende Kursschwankungen und Geld-Brief-Spannen das Risikomanagement mit Derivaten

Finanztransaktionssteuer und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

Dr. Norbert Kuhn / Dr. Franz-Josef Leven

16. DIRK-Konferenz

„Liquidität wohin? Finanzierung woher? IR in der Schlüsselrolle“

Frankfurt, 3. und 4. Juni 2013

