

Eine differenzierte, haltezeitabhängige Finanztransferabgabe

Timm Gudehus, Hamburg

Zusammenfassung

In diesem Beitrag wird eine differenzierte, haltezeitabhängige Finanztransferabgabe vorgeschlagen, die anders als eine undifferenzierte Transaktionssteuer nur den spekulativen Handel belastet und dämpft, aber nicht den regulären Handel.

I. Einleitung

Nach der letzten Finanzmarktkrise besteht weitgehend Einigkeit, daß eine bessere Regulierung der Finanzmärkte notwendig ist (*Issing (2009); Eichhorn/Solte (2009); Scherhorn (2008); Tumpel-Gugerell (2010)*). In diesem Beitrag wird eine differenzierte, haltezeitabhängige Finanztransferabgabe vorgeschlagen, die anders als eine undifferenzierte Transaktionssteuer nur den spekulativen Handel belastet und dämpft, aber nicht den regulären Handel betrifft. Der Vorschlag ist ein Baustein für eine bessere Finanzmarktordnung, die dem Nutzen von Wirtschaft und Gesellschaft dient und den Spekulationshandel einschränkt.

II. Notwendigkeit und Risiken des regulären Finanzgüterhandels

Im regulären Finanzgüterhandel kaufen Investoren Finanzgüter, wie Anleihen, Hypotheken, Geldmarktpapiere, Aktien und Fonds, um Geld mit gestreutem Risiko anzulegen und damit laufende Erträge zu erzielen. Die erworbenen Finanzgüter werden normalerweise erst nach einer längeren Haltezeit verkauft, wenn anderweitiger Geld- oder Anlagebedarf besteht. Der reguläre Handel mit Finanzgütern ist unerlässlich für das Funktionieren einer modernen Volkswirtschaft. Ohne ihn wäre die Beschaffung von Eigenkapital zur Unternehmensfinanzierung und von Krediten für Investitionen von Privathaushalten, Unternehmen und Staat nicht möglich.

Im regulären Devisenhandel werden fremde Währungen gekauft, um damit ausländische Güter oder Leistungen zu bezahlen, und Fremdwährungserlöse verkauft, um dafür Inlandswährung zu bekommen. Der reguläre Devisenhandel ist notwendig für das Funktionieren des Welthandels.

Der reguläre Handel mit Wirtschaftsgütern, Devisen und Finanzgütern ist nicht frei von Spekulation, denn jeder Kauf und Verkauf ist mit Risiken verbunden und erfordert die Abschätzung einer ungewissen Zukunft. Eine bedingte Absicherung gegen Preis- und Kursänderungen sowie von Zahlungs- und Ausfallrisiken ist durch Terminkontrakte, Zinsaustauschkontrakte, Kreditausfallversicherungen, Optionen und andere Finanzderivate möglich. Deren monetärer Wert wird von den erwarteten Preisen, Kursen und Risiken der unterlegten Wirtschafts- oder Finanzgüter bestimmt (*Rührup et al. (2003)*).

II. Gründe und Wirkungen des spekulativen Finanzgüterhandels

Im spekulativen Handel kaufen und verkaufen Personen, Banken, Versicherungen, Fondsgesellschaften und andere Institutionen Finanzgüter, Devisen und Derivate primär um damit Kursgewinne zu erzielen. Ein hoher Anteil der spekulativen Käufe ist durch Kredit finanziert. Die Käufe und Verkäufe erfolgen in hoher Frequenz mit kurzen Haltezeiten weit unter einem Jahr, die von Sekundenbruchteilen, Minuten, Tagen und Wochen bis zu einigen Monaten reichen. Besonders zur Spekulation geeignet sind Derivate, Zertifikate und andere so genannte Finanzinnovationen (*Eichhorn/Solte (2009)*).

Zur Rechtfertigung des spekulativen Handels wird vorgebracht, daß Arbitragegeschäfte zufällige Preis- oder Kursunterschiede zwischen zeitlich oder räumlich getrennten Teilmärkten rasch zum Ausgleich bringen und Preise und Kurse stabilisieren (*Braunberger (2010)*). Sie sollen eine Rückkehr des Kurses zum Ertragswert bewirken, der für die langfristig erwarteten Erträge gilt (*Friedman (1953)*). Welchen Nutzen derart stabilisierte Preise und Kurse bringen ist allerdings fraglich. Für die meisten Wirtschaftsgüter findet der Handel gleichzeitig zu unterschiedlichen Kaufpreisen statt, ohne daß sich daraus erkennbare Nachteile für die Realwirtschaft ergeben (*Gudehus (2007)*).

Simulationsrechnungen mit dynamischen Marktmodellen zeigen, daß ein Preisausgleich nur eintritt, solange rational handelnde Akteure den Markt dominieren, die kaufen, wenn der Kurs deutlich unter den Ertragswert liegt, und verkaufen, wenn der Kurs den Ertragswert wesentlich übersteigt (*Gudehus (2007) S. 239ff; Westerhoff (2008)*). Wenn jedoch Akteure den Markt dominieren, deren technische Handelsstrategien weniger vom Ertragswert sondern primär von Kursverlauf und Kurserwartungen ausgehen, kommt es, wie Simulationsrechnungen übereinstimmend mit der Realität zeigen, immer wieder zu extremen Kursentwicklungen (*Westerhoff (2008)*). Durch das gleichgerichtete Ver-

halten einer Mehrheit der Akteure, die auf anhaltend steigende oder auf anhaltend fallende Kurse spekulieren, entfernen sich Preise und Kurse immer weiter vom regulären Ertragswert, bis die spekulative Blase platzt.

Längere Zeit ansteigende Preise und Kurse können durch positive Informationen, wie eine Erfolg versprechende neue Technologie oder steigende Unternehmenserträge verursacht werden. Sie werden häufig durch Gerüchte und kollektiven Optimismus verstärkt sowie hin und wieder durch Marktmanipulationen, wie gezielte Fehlinformation, abgestimmtes Handeln oder Insiderhandel, künstlich hervorgerufen.

Zu einem nicht genau absehbaren Zeitpunkt kommt es plötzlich zu einem Marktumbruch mit rasch fallenden Preisen und Kursen, der ausgelöst wird durch enttäuschte Erwartungen, negative Informationen oder Gerüchte über fallende Gewinne oder drohende Zahlungsunfähigkeit. Der Abschwung kann sich durch falsche Informationen, kollektiven Pessimismus und Panik der Akteure rasch verstärken. Bei hohem Anteil kreditfinanzierter Spekulation mit großer Hebelwirkung führt ein plötzlicher Markteinbruch zu Konkursen und Bankenkrisen, die auch die Realwirtschaft treffen. Das hat die letzte Finanzmarktkrise erneut gezeigt (*Eichhorn/Solte (2009); Scherhorn (2009)*).

Mit steigendem Anteil des spekulativen Handels steigt die Volatilität des Marktes. Sowohl die systematischen Änderungen wie auch die zufälligen Schwankungen von Umsatz, Preisen und Kursen nehmen zu. Die betroffenen Märkte werden mehr und mehr zum Kasino. Der spekulative Handel wird zum Glücksspiel, das weitere Spekulanten anlockt. Der gleichzeitig stattfindende reguläre Handel aber wird von den spekulativ bewirkten Marktveränderungen stark beeinflusst und beeinträchtigt.¹ So entzieht der hohe Kreditbedarf für die spekulativen Käufe von Finanzgütern der Realwirtschaft das Geld. Der spekulative Finanzgüterhandel vermindert also die verfügbare Liquidität für die Realwirtschaft.

III Eine differenzierte haltezeitabhängige Finanztransferabgabe

Zur Eindämmung der durch den spekulativen Handel bewirkten Extreme an den Finanzmärkten und der daraus resultierenden Gefahren für die Realwirtschaft wird eine differenzierte haltezeitabhängige Finanztransferabgabe mit folgenden Regelungen vorgeschlagen:

¹ Schon *J.M. Keynes* schreibt dazu (zitiert nach *Braunberger (2009)*): „Spekulanten mögen solange keinen Schaden anrichten, wie sie Blasen auf dem steten Strom des Geschäftslebens sind, aber die Angelegenheit wird ernst, wenn sich das Geschäftsleben zur Blase auf einem Strudel der Spekulation entwickelt. Wenn die Kapitalbildung eines Landes zum Nebenprodukt der Geschäfte eines Kasinos wird, droht die Sache schiefzugehen.“

1. Der Erstverkauf eines Finanzguts durch den Emittenten oder dessen Beauftragten sowie die Rückzahlung von Krediten und Anleihen unterliegen keiner Transferabgabe.
2. Bei Weiterverkauf eines Finanzguts vor Ablauf eines Jahres ist vom Verkäufer oder dessen Agenten eine Transferabgabe in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes des Verkaufserlöses zu zahlen.
3. Der Transferabgabesatz hängt von der Haltezeit des Finanzguts durch den Verkäufer ab. Der volle Satz wird erhoben für einen Weiterverkauf innerhalb von 3 Monaten, der Dreiviertelsatz nach 3 bis 6 Monaten, der halbe Satz nach 6 bis 9 Monaten und der Viertelsatz nach 9 bis 12 Monaten. Nach mehr als einem Jahr Haltezeit ist der Verkauf abgabenfrei.
4. Die Transferabgabe fließt dem Staat zu, in dem der Eigentümer des verkauften Finanzgutes ansässig ist, unabhängig davon, ob es sich um eine Person oder eine Institution handelt.
5. Für Verkäufe über oder durch eine Bank behält die Bank die Transferabgabe ein und führt sie an den Staat des Verkäufers ab. Für Verkäufe durch andere Institutionen ist der Empfänger des Kaufpreises abgabepflichtig. Das gilt für alle Arten von Verkäufen, für den Börsenhandel ebenso wie für Direktverkäufe außerhalb der Börse (OTC Handel).
6. Der Transferabgabesatz wird von der Zentralbank für den gesamten Finanzgüterhandel festgelegt, der in ihrem Wirkungsbereich stattfindet. Er ist abhängig von der Volatilität der Finanzgüter: z.B. für Aktien und Beteiligungen 8 %, für Unternehmensanleihen 6 %, für Staatsanleihen 4 % und für Geldmarktpapiere und Devisen 2 %.

Die Höhe der Abgabesätze entspricht der Größenordnung der kurzzeitigen Kurs- und Preisausschläge, die zum Spekulieren verleiten. Sie orientiert sich an der Durchschnittsrendite der betreffenden Finanzgüter. Die Grunderwerbsteuer mit Hebesätzen gleicher Größenordnung zeigt, daß eine Transferabgabe von einigen Prozent für den langfristigen Handel unschädlich ist.

Die Haltezeiten der verschiedenen Finanzgüter und die Höhe der Transferabgabesätze können nach Ersteinführung gemäß den Erkenntnissen aus Marktbeobachtungen durch die Zentralbanken angepasst und abhängig von der Volatilität des betreffenden Finanzmarktes geändert werden.

IV Wirkungen der haltezeitabhängigen Transferabgabe

Anders als eine undifferenzierte Transaktionssteuer, die pauschal auf alle Transaktionen erhoben wird, wie z.B. eine Stempelsteuer auf Wechsel und Börsenumsätze, die Mehrgeld- oder Schwellgeldsteuer (*Eichhorn/Solte (2009)*)

oder die Tobin-Steuer (*Catón (2002); Tobin (1978)*), belastet die halbezeitabhängige Finanztransferabgabe nur den kurzfristigen Weiterverkauf bei Halbezeiten unter einem Jahr. Der Erstverkauf, der Kauf sowie der Weiterverkauf nach mehr als einem Jahr sind von der halbezeitabhängigen Transferabgabe befreit.

Bei steigenden Kursen und Preisen lohnt sich der kurzfristige Weiterverkauf eines Finanzguts erst, wenn der Kurs oder Preis stärker gestiegen ist als der Transferabgabesatz. Bei fallenden Kursen verhindert die Transferabgabe den hektischen Verkauf und fördert das Abwarten wieder ansteigender Kurse und Preise. Auf diese Weise reduziert die Transferabgabe die Frequenz spekulativer Transaktionen und die Wahrscheinlichkeit extremer Preis- und Kurssprünge. Die dämpfende Wirkung einer Transaktionsabgabe auf Kurse und Umsätze wird auch durch entsprechende Simulationsrechnungen belegt (*Westerhoff (2008)*).

Die Aufnahme von Krediten oder Anleihen, die Ausgabe von Aktien, der Erstverkauf von Unternehmensanteilen und anderen Vermögensgütern, die länger als ein Jahr gehalten wurden, sowie der Verkauf von Devisenerlösen aus regulären Exportgeschäften bleiben von der Transferabgabe unbelastet. Auch die Rückzahlung von Krediten und Anleihen führt nicht zu zusätzlichen Kosten. Einzahlungen auf und Auszahlungen aus Girokonten und Sparkonten bleiben als Direktgeschäfte zwischen Bank und Kunden ebenfalls von der Transferabgabe unberührt. Der reguläre Handel mit Finanzgütern und Devisen wird also nicht behindert.

Der mehrfache Weiterverkauf von Forderungen sowie das wiederholte Verpacken von Anleihen, Hypotheken oder Aktien in Dachfonds oder hybriden Finanzprodukten werden hingegen durch die Finanztransferabgabe unattraktiv, da mit jeder Verpackungsstufe erneut die Kosten der Transferabgabe anfallen. Spekulative Finanzprodukte, deren Ertrag aus Kursgewinnen durch den häufigen Kauf und Verkauf erzielt werden soll, und der algorithmische Handel mit Finanzgütern werden durch die Transferabgabe weniger ertragreich als die langfristige Kapitalanlage in Anleihen und Aktien.

Eine halbezeitabhängige Finanztransferabgabe macht auch den spekulativen Eigenhandel der Banken weitgehend uninteressant. Damit entfällt das Problem der exorbitanten Bonuszahlungen für die daraus bisher erzielten Spekulationsgewinne. Ebenso verlieren Sekundenhandel, kurzfristige Leerverkäufe, Insiderhandel, Frontrunning und andere Marktmanipulationen wegen der hohen Transaktionskosten an Bedeutung.

Ein besonders positiver Effekt der halbezeitabhängigen Finanztransferabgabe ist, daß damit der Kreditbedarf zur kurzfristigen Finanzierung spekulativer

Käufe von Finanzgütern abnimmt. Die dadurch frei werdende Liquidität steht für den Kreditbedarf der Realwirtschaft zur Verfügung.

V Implementierung, Kontrolle und Durchsetzung

Die haltezeitabhängige Finanztransferabgabe kann kurzfristig von einem einzelnen Land oder einer Ländergruppe, wie die Euro-Währungsgemeinschaft oder die Europäische Union, eingeführt werden. Dafür ist eine Erfassung sämtlicher Transaktionen auf den Finanzmärkten dieser Länder und aller Eigentumsübertragungen der Finanzgüter der dort ansässigen Verkäufer an Käufer in anderen Ländern erforderlich. Eine solche Meldepflicht aller Finanztransaktionen an zentrale Datensammelstellen wurde am 10. September 2010 von der EU-Kommission vorgeschlagen und wird der Europäischen Zentralbank unterstützt (*Tumpel-Gugerell (2010)*).

Die Transferabgabe wird für alle Wiederverkäufe mit weniger als einem Jahr Haltezeit einbehalten, die auf den internen Finanzmärkten stattfinden. Sie wird auch auf den Eigentumstransfer von Finanzgütern erhoben, die inländische Personen, Unternehmen und Institutionen nach einer Haltezeit von weniger als einem Jahr auf einem externen Markt verkaufen. Bei einem Finanzgüterverkauf durch einen auswärtigen Akteur wird die volle Transferabgabe einbehalten, wenn dieser nicht eine längere Haltezeit nachweisen kann. Die Einnahmen werden an das Land des Verkäufers nur weitergeleitet, wenn dieses zu der Ländergruppe gehört, die eine vergleichbare Finanztransferabgabe erheben.

Zur Kontrolle werden alle Depotbanken und Wertpapiere verwahrenden Institute im Wirkungsbereich einer Zentralbank verpflichtet, vor der Eigentumsübertragung außer der Berechtigung der Übertragung auch die korrekte Bezahlung der Transferabgabe zu überprüfen. Das ist anhand der Depotdaten sowohl für Börsentransaktionen wie auch für Direktverkäufe außerhalb der Börse möglich. Alle Personen, Unternehmen und Institutionen mit Sitz im Wirkungsbereich der Zentralbank müssen ihre Wertpapiere von einer Bank oder einem Institut verwahren lassen, das sich zur Kontrolle der Transferabgabe und zur Meldung von Verstößen verpflichtet hat.

Nach Einführung der Finanztransferabgabe wird der spekulative Handel an den Börsen und auf den anderen Finanzmärkten der betreffenden Länder zurückgehen, während der reguläre Handel ungestört weiterläuft. Der Preis für die Beruhigung der Finanzmärkte ist der Rückgang der Steuereinnahmen aus den spekulativen Handelsgewinnen. Der Rückgang des Steueraufkommens wird durch die Einnahmen aus der Transferabgabe auf Dauer nur teilweise kompensiert. Grundsätzlich sind jedoch Steuereinnahmen aus Geschäften, die für Wirtschaft und Gesellschaft schädlich sind, in einem sozialen Rechtsstaat kein zulässiges Argument, solche Geschäfte nicht einzuschränken. Das sollte für das Spekulie-

ren und Wetten mit Finanzgütern ebenso gelten wie für Glücksspiele, Pokern und Drogenhandel, die in fast allen Ländern mit hohen Abgaben belastet, beschränkt bzw. verboten sind.

Der spekulative Finanzgüterhandel wird sich teilweise auf Märkte in Ländern ohne Transferabgabe verlagern. Inländische Anleger können daran nur noch indirekt als Anteilseigner auswärts ansässiger Banken, Fonds, Unternehmen oder Institutionen teilnehmen. Das dort angelegte Geld ist jedoch wegen der eingeschränkten Verfügbarkeit hochriskantes Spekulationskapital. Die bei einem kurzfristigen Anteilsverkauf fällige Transfersteuer verteuert den schnellen Ausstieg.

Länder mit einer halbezeitabhängigen Transferabgabe werden für langfristig orientierte Investoren, wie Pensionsfonds, Unternehmen und Staatsfonds, attraktiver als Länder ohne Transferabgabe. Das führt zu einem höheren Zufluss an Liquidität in die Realwirtschaft dieser Länder, wenn deren Wirtschaft und die Geld- und Finanzpolitik eine positive Entwicklung und sichere Erträge erwarten lassen. Dadurch werden die anderen Länder veranlasst, ebenfalls eine Transferabgabe einzuführen.

Damit das Ausweichen der Spekulation in andere Länder unmöglich und die Transferabgabe weltweit wirksam ist, sollte sie mittelfristig zwischen allen Handelsnationen vereinbart werden. Die Höhe der Abgabesätze und die Haltefristen sind zwischen den zuständigen Zentralbanken abzustimmen. Die Weiterleitung der Transferabgabe an die Staaten und die Kontrolle sind noch im Einzelnen zu regeln.

Zu klären ist auch die Behandlung des Handels mit Termin- und Versicherungskontrakten, Zertifikaten, Optionen und anderen Derivaten. Auch für Rohstoffmärkte, Strommärkte und andere Gütermärkte, die vom spekulativen Handel betroffen sind, ist die Einführung einer halbezeitabhängigen Transferabgabe zu überlegen.

V Weitere Reformvorschläge zur Finanzmarktordnung

Die vorgeschlagene Finanztransferabgabe ist keine Patentlösung für alle Probleme der Finanzmärkte. Sie kann und soll keine Preis- und Kursänderungen verhindern, die aus Informationen wie steigende oder fallende Gewinne, Überschuldung, Zahlungsunfähigkeit und andere Ereignisse resultieren, die den Ertragswert eines Finanzguts bestimmen.

Die halbezeitabhängige Finanztransferabgabe soll nur das Spekulieren auf diese Ereignisse unattraktiv machen und die spekulativ bedingte Volatilität der Finanzmärkte dämpfen. Sie ist ein Baustein einer reformierten Finanz-

marktordnung, die auch den Marktzugang und den Marktausschluss, die Informationspflichten der Akteure, die Kurs- und Mengenbildung und die Qualitätssicherung der handelbaren Finanzgüter zum Nutzen von Wirtschaft und Gesellschaft regelt. Die Konzeption einer solchen Finanzmarktordnung erfordert weitere Entwicklungsarbeit und konstruktive Ideen (*Issing (2009)*). Die Wirksamkeit bestehender Regelungen und neuer Vorschläge läßt sich durch Marktsimulationen testen (*Gudehus (2007); Westerhoff 2008*)).

Zur Qualitätssicherung sollten alle Finanzgüter von einer staatlichen Zulassungsstelle genehmigt und laufend überprüft werden. Neue und komplexe Finanzprodukte, die allein zum Nutzen der Emittenten, Banken und Verkäufer konzipiert sind und weder Privatkunden noch Realwirtschaft im Vergleich zu vorhandenen Finanzgütern einen nachweisbaren Nutzen bringen oder die unkalkulierbare Risiken aufweisen, dürfen nicht zum Handel zugelassen werden. Den Nachweis von Nutzen und Risiken eines neuen Finanzprodukts müssen die Emittenten und Verkäufer erbringen. Wie bereits von der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* u.a. vorgeschlagen, sollte der Verkauf von Finanzprodukten, deren Nutzen nicht ersichtlich ist, ebenso wie von toxischen Finanzgütern, die ein Risiko für das gesamte Bankensystem bewirken, von der Finanzaufsicht verboten werden (*BIZ (2009)*)).

Literatur

BIZ (2009); Die Bank der Notenbanken schlägt Giftliste für riskante Wertpapiere vor; DIE WELT, 30.Juni 2009, www.welt.de, article 4026833

Braunberger G. (2009); Keynes für Jedermann, Renaissance eines Krisenökonomien, Verlag Neue Züricher Zeitung, Zürich, 2009

Braunberger G. (2010), Wirrnis und Wahrheit über die Spekulation, FAZ, Nr.57, 10.3.2010

Catón M. (2002); Tobin-Steuer, Lexikon Dritte Welt Hrsg. Dieter Nolten; 12. Auflage, Rowohlt, Reinbek, 2002, S. 792-793

Eichhorn W.; Solte D. (2009); Das Kartenhaus Weltfinanzsystem. Rückblick - Analyse - Ausblick, Fischer Taschenbuchverlag, Frankfurt am Main, 2009, S. 208ff.

Friedman M (1953); The Case for Flexible Exchange Rates; Essay on Positive Economics; Chicago University Press, 3rd ed. 1970, p. 173

Gudehus T. (2007); *Dynamische Märkte, Praxis, Strategien und Nutzen für Wirtschaft und Gesellschaft*, Springer, Berlin Heidelberg New York, 2007, S. 229ff und S. 350

Issing O. (2009); *Anforderungen an eine neue Ordnung der Finanzmärkte*; *Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, Lucius&Lucius, Stuttgart, Jg. 58 (2009), Heft 3, S. 337ff

Rürup B., Sesselmeier W., Enke M. (2003); *Wirtschaftslexikon*, Fischer Taschenbuchverlag, Frankfurt am Main, 2003

Scherhorn G. (2008); *Geld soll dienen, nicht herrschen. Die unaufhaltsame Expansion des Finanzkapitals*, S. 71ff., Picus Verlag, Wien, 2008

Tobin J. (1978); *A Proposal for International Monetary Reform*, *Eastern Economic Journal* 4/1978 p. 153-159

Tumpel-Gegerell G. (2010); *Ja zur Regulierung von außerbörslichen Derivategeschäften*, Verlagsbeilage EURO FINANZE WEEK der FAZ 27.10.2010

Westerhoff F.H. (2008); *The Use of Agent-Based Financial Market Models to Test the Effectiveness of Regulatory Policies*; *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, Vol 228/2+3, p. 195ff