

Gutachten zur Finanztransaktionssteuer

Wien, Dezember 2019

Univ.-Prof. Mag. Dr. Stefan Pichler

Unter Mitarbeit von:

Lukas Handler, MSc

Florian Pauer, MSc

Petra Pichler KG, Doeltergasse 33, 1220 Wien

Gutachten beauftragt vom Bundesministerium für Finanzen, Johannesgasse 5, 1010 Wien

1 Auftrag und Gegenstand des Gutachtens

Die Europäische Kommission hat am 28. September 2011 einen Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über das gemeinsame Finanztransaktionssteuersystem und zur Änderung der Richtlinie 2008/7/EG vorgelegt. Dieser Vorschlag sollte für eine angemessene Beteiligung der Finanzbranche an den Kosten der Finanzkrise sorgen, eine Fragmentierung des Binnenmarkts vermeiden und geeignete Negativanreize für Transaktionen schaffen, die der Effizienz der Finanzmärkte nicht förderlich sind. Über die folgenden Jahre wurde dieser Vorschlag auf unterschiedlichen Ebenen diskutiert und auch mehrfach adaptiert. Aktuell wurde beim informellen Treffen der G 10 Minister zur Finanztransaktionssteuer vom 11. März 2019 vereinbart, den Vorschlag einer Aktiensteuer nach dem Muster der französischen Finanztransaktionssteuer¹ weiterzuverfolgen. Dieser Vorschlag ist Gegenstand des vorliegenden Gutachtens.

Das Gutachten behandelt Fragen zu allen finanzwirtschaftlichen Aspekten im Zusammenhang mit diesem Vorschlag. Im Mittelpunkt des Gutachtens stehen Auswirkungen auf die Finanzmärkte per se (Volatilität, Liquidität, Finanzmarktstabilität), auf Finanzintermediäre (Börsen, Banken) sowie auf die emittierenden Unternehmen (Kapitalkosten, Wettbewerbssituation inkl. möglicher Auswirkungen auf die Beschäftigung).

¹ Vgl. DGFIP, *French Financial Transaction Tax*, 2018.

2 Aktueller Vorschlag einer Finanztransaktionssteuer

Der aktuelle Vorschlag hat die französische Finanztransaktionssteuer (FTT) zum Vorbild und sieht vor, dass Aktienkäufe von Unternehmen mit Hauptsitz in den Mitgliedsstaaten Österreich, Belgien, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Italien, Portugal, der Slowakei, Slowenien und Spanien (im Folgenden beteiligte Länder) und einer Marktkapitalisierung von über 1 Milliarde EUR zum Stichtag 1. Dezember des Vorjahres mit mindestens 0.2% des Kaufpreises besteuert werden². Um eine Schlechterstellung der heimischen Banken zu verhindern sollen Käufe weltweit besteuert werden. Das heißt, es ist auch ein zum Beispiel amerikanisches Kreditinstitut verpflichtet diese Steuer einzuhoben und abzuführen, sollte es an einer Transaktion mit einer Aktie aus einem der beteiligten Länder beteiligt sein. Es soll der Eigentümerwechsel ausschlaggebend für eine Besteuerung sein, wobei ein Eigentümerwechsel durch die physische bzw. elektronische Hinterlegung der Aktie am Wertpapierkonto des Käufers definiert ist. Eine simple Buchungszeile reicht nicht aus. Zur Berechnung der Steuer wird am Ende eines Tages die Nettoposition aller Transaktionen in einer Aktie als Grundlage herangezogen. De facto bedeutet dies, dass Intraday-Trading nicht in den Wirkungsbereich der FTT fällt, außer es hat am Ende eines Tages tatsächlich ein Eigentümerwechsel stattgefunden. Auch Eigentümerwechsel ohne klassischen Aktienhandel, wie zum Beispiel das Ausüben von Optionen, die Umwandlung von Fremd- zu Eigenkapital oder auch Transaktionen weit unter dem Marktpreis einer Aktie unterliegen der Steuer. Für jene Transaktionen wird die Bemessungsgrundlage anhand von gewichteten Unternehmenswerten ermittelt. Geplante Ausnahmen von der Besteuerung sind Market Making, die Erstausgabe von Aktien, Depository Receipts, Repurchase Agreements (Repos), Reverse Repos, Transaktionen, die Teil eines Restructuring Programmes sind, und einige mehr³. Neben diesen Ausnahmen, die bestimmte Arten von Transaktionen betreffen, sollen außerdem Central Counter Parties, Central Security Deposits sowie Debt Management Offices nicht steuerpflichtig sein, sofern sie Transaktionen im Rahmen dieser Tätigkeiten durchführen. Zentralbanken, Institutionen der Europäischen Union, wie zum Beispiel die Europäische Investment Bank und bestimmte internationale Organisationen sind ebenfalls im aktuellen Vorschlag von der FTT ausgenommen.

Die Finanztransaktionssteuer muss von dem an der Transaktion beteiligtem Finanzinstitut im Folgemonat abgeführt werden. Sollte kein Finanzinstitut beteiligt sein, dann vom beteiligtem

² Dabei ist zu beachten, dass der aktuelle Steuersatz in Frankreich seit dem 1.1.2017 nach zweimaliger Erhöhung 0.3% beträgt. Weitere Unterschiede zu Frankreich bestehen neben den zusätzlichen Ausnahmen im vorliegenden Vorschlag darin, dass in Frankreich der Intraday-Handel etwas anders definiert ist (aber de facto nur ein extrem geringes Aufkommen generiert) und auch gewisse Transaktionen in Credit Default Swaps der FTT unterliegen (die aber derzeit aus anderen rechtlichen Gründen nicht abgeschlossen werden können).

³ Zum Zeitpunkt der Gutachtenserstellung ist nicht ganz klar, welche Transaktionen nicht besteuert werden sollen. Prinzipiell sollen all jene Transaktionen ausgenommen sein die keinen klassischen Aktienhandel darstellen. Dem Vernehmen nach sind nationalstaatliche Lösungen im Fall von Depository Receipts angedacht.

Systematic Internaliser⁴. Sollte es diesen auch nicht geben, dann muss die Steuer von der Depotbank des Käufers abgeführt werden.

Dieser aktuelle Vorschlag unterscheidet sich fundamental von den bisher in der politischen Debatte diskutierten Varianten einer FTT⁵. Der erste und augenscheinlichste Unterscheidungspunkt liegt in der Definition der zu steuernden Finanzinstrumente. Im Gegensatz zu den früher diskutierten Varianten einer FTT, die alle eine sehr breite Palette an Finanzinstrumenten in die FTT einbeziehen, sieht der aktuelle Vorschlag nur eine Besteuerung von Aktientransaktionen vor. Der zweite wichtige Unterscheidungspunkt ist die Tatsache, dass im aktuellen Vorschlag Intraday-Trading und Market Making von der Besteuerung ausgenommen werden sollen. Die bisher diskutierten Vorschläge haben gerade die Lenkungswirkung auf Intraday-Trading besonders positiv hervorgehoben⁶. Ein dritter Unterschied zu noch weiter zurückliegenden Vorschlägen liegt in der Konstruktion der Steuerpflicht über das Sitzland der gekauften Aktie im Gegensatz zum Sitzland des Käufers.

Die ökonomischen Auswirkungen dieser Unterschiede lassen sich anhand von drei Dimensionen zusammenfassen:

- **Steueraufkommen.** Durch die Einschränkung lediglich Aktienkäufe zu besteuern ist logischerweise das potenzielle Steueraufkommen drastisch reduziert. Während etwa erste Schätzungen des Aufkommens einer umfassenden FTT im Bereich von 28.3 bis 65.8 Mrd. EUR pro Jahr lagen⁷, belaufen sich die aktuellen Schätzungen auf 2.3 Mrd. EUR (davon 33 Mill. EUR für Österreich)⁸, wobei auch hier noch nicht alle geplanten Ausnahmen berücksichtigt sind. Dieses Aufkommen beträgt aber nur 0.03% der Summe der Budgets aller Mitgliedsstaaten; der Anteil der FTT am österreichischen Budget würde bei ca. 0.01% liegen. Hier ist auch anzumerken, dass der Anteil des globalen Aktienhandels (noch vor Berücksichtigung von Ausnahmen) am gesamten Finanzmarkt nur verschwinden klein ist (nach Schätzung der

⁴ Systematic Internaliser werden in Punkt (20) Artikel 4 Absatz 1 der Richtlinie 2014/65/EU definiert.

⁵ Vgl. aktuell u.a. Schulmeister, S. und Sokoll, E., *Implementation of a Financial Transaction Tax by a Group of EU Member States*, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, 2013, oder EY Report to the European Commission, *FTT – Collection methods and data requirements*, 2014, bzw. historisch Tobin, J., *Proposal for International Monetary Reform*, *Eastern Economic Journal* 4, S.153-159 1978, oder McCulloch, N., Pacillo, G., *The Tobin Tax – A Review of the Evidence*, University Sussex, 2011.

⁶ Vgl. u.a. Capelle-Blancard, G., *The Financial Transaction Tax: A Really Good Idea*, AMF, 2018.

⁷ Vgl. Schulmeister, S. und Sokoll, E., *Implementation of a Financial Transaction Tax by a Group of EU Member States*, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, 2013.

⁸ Vgl. European Commission, DG Taxation and Customs Union, *Revised Estimation for the FTT*, 2019.

Weltbank und der BIS⁹ ist dieser Anteil 1.25%, wobei dieser Wert einige Aktienderivate inkludiert; die World Federation of Exchanges¹⁰ schätzt diesen Wert ohne Derivate mit 0.37%).

- **Asymmetrische Behandlung einer bestimmten Form der Unternehmensfinanzierung.** Zunächst fällt auf, dass im aktuellen Vorschlag alle Devisentransaktionen, sowie sämtliche Derivat- und Swaptransaktionen von der Steuer ausgenommen sind. Damit fallen auch nahezu sämtliche von den Proponenten einer FTT als positiv beurteilten Lenkungseffekte¹¹ durch die Besteuerung dieser Transaktionen weg. Die aktuelle FTT stellt lediglich auf die klassische Unternehmensfinanzierung ab, und auch da interessanter Weise nur auf Eigenkapitaltitel (Aktien), während Fremdkapitaltitel von der Steuer nicht betroffen sein sollen. Dieser Umstand hat zwingend zur Folge, dass Fremdkapital im Vergleich zu Eigenkapital aus steuerlicher Sicht (noch) attraktiver wird. Der dadurch entstehende Lenkungseffekt wird daher tendenziell den Verschuldungsgrad der betroffenen Unternehmen erhöhen.
- **Asymmetrische Behandlung bestimmter Handelszwecke.** Auch hier stellt der aktuelle Vorschlag einer FTT eine Abkehr von den bislang von den Proponenten einer FTT als positiv beurteilten Lenkungseffekte dar¹². Wurden bisher gerade Intraday-Trading und Hochfrequenzhandel von den Proponenten einer FTT als negativ oder gefährlich bezeichnet, sind nun genau diese Transaktionen von der Steuer ausgenommen. Letztlich werden von der Steuer nach Berücksichtigung aller Ausnahmen nur mehr Aktienkäufe durch im Wesentlichen private Investoren mit mittel- bis langfristigen Anlagezielen (bzw durch institutionelle Investoren im Interesse privater Investoren, zB Fondsgesellschaften, Lebensversicherer)

⁹ Bank for International Settlements, *Exchange traded derivatives statistics, OTC derivatives Triennial Survey, Debt security statistics*, <https://www.bis.org/statistics/index.htm>, Zugriff: 28.10.2019, World Federation of Exchanges database via Worldbank, <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.CD>, Zugriff: 28.10.2019.

¹⁰ Vgl. World Federation of Exchanges, *2017 Full Year Market Highlights, 2017*, World Federation of Exchanges, *2018 Full Year Market Highlights, 2018*.

¹¹ Ob eine FTT auf Devisentransaktionen, Derivat- und Swapgeschäfte tatsächlich einen überwiegend positiven Lenkungseffekt hätte, ist wissenschaftlich keineswegs sichergestellt. Die meisten Arbeiten, die eine FTT propagieren, nehmen einfach an, dass eine FTT verschiedene Probleme an den Finanzmärkten lösen könnte (zB Excessive Volatility, Bubbles, Excessive Risk Taking), ohne dafür aber empirische oder theoretische Befunde zu liefern. Für einen Überblick über die verschiedenen Argumentationslinien vgl. u.a. Pekanov., A. und Schratzenstaller, M., *Evaluating the Revenues from a Financial Transaction Tax in 10 EU Member States through Enhanced Cooperation*, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, 2018, bzw Pekanov., A. und Schratzenstaller, M., *A Global Financial Transaction Tax – theory, practice and potential revenues*, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, 2019. In den Folgekapiteln wird der Stand der wissenschaftlichen Forschung für die wichtigsten potenziellen Lenkungseffekte ausführlich analysiert.

¹² Auch hier ist festzuhalten, dass die Frage einer generell negativen Wirkung von Intraday-Trading oder Hochfrequenzhandel wissenschaftlich bei weitem nicht abgesichert beantwortet ist.

besteuert. Der dadurch entstehende Lenkungseffekt könnte daher tendenziell auf den Anteil von Intraday-Trading im Vergleich zu einer langfristigen Kapitalanlage erhöhend wirken.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die aktuell geplante FTT im Vergleich zu früher diskutierten Formen ein wesentlich geringeres Aufkommenspotenzial aufweist und möglicherweise kritisch zu beurteilende Lenkungseffekte induziert. In den weiteren Abschnitten wird auf die bedeutendsten Lenkungseffekte im Detail eingegangen.

3 Finanzwirtschaftliche Aspekte: Liquidität

3.1 Theoretische Grundlagen

Die Liquidität eines Finanzmarktes ist die Möglichkeit Wertpapiere innerhalb kurzer Zeit kaufen oder verkaufen zu können, ohne dabei Preise nennenswert zu beeinflussen (oder dabei durch andere Kosten belastet zu werden). An einem hoch liquiden Markt – ein klassisches Beispiel wäre die New York Stock Exchange – ist es möglich, innerhalb von Bruchteilen einer Sekunde ein großes Volumen an Wertpapieren zu handeln ohne dabei Preise zu verzerren. An illiquiden Märkten andererseits kann es zum einen länger dauern um eine Transaktion durchzuführen und zum anderen werden durch einzelne Transaktionen Preise sehr stark bewegt. Ein Beispiel dafür sind Private Equity Märkte oder aber auch der Markt für österreichische Unternehmensanleihen. Es ist wichtig zu verstehen, dass das Konzept der Liquidität ein mehrdimensionales ist und deshalb auch nicht in einer einzigen Kennzahl zusammengefasst werden kann. In der akademischen Literatur existieren eine Vielzahl an Liquiditätsmaßen, die unterschiedliche Dimensionen abdecken sollen, wie zB das Handelsvolumen, der Bid-Ask Spread, Price Dispersion, das Liquiditätsmaß nach *Roll*, oder das Liquiditätsmaß nach *Amihud* uvm¹³.

In der (neo)klassischen finanzwirtschaftlichen Theorie geht man davon aus, dass Märkte effizient sind und alle Marktteilnehmer rational (dh logisch konsistent ihren Präferenzen folgend) handeln. Dies bedeutet, dass alle Transaktionen, die an solchen Märkten stattfinden, der Preisfindung dienen. Im Gleichgewicht gibt es keinen Handel mehr, da alle Ressourcen optimal verteilt sind. Jede Veränderung der Rahmenbedingung führt deshalb zu Veränderungen an diesen Märkten. Die Einführung einer FTT erhöht die Transaktionskosten und führt dazu, dass sich einige Transaktionen aus Sicht der Marktteilnehmer nicht mehr lohnen und diese unterlassen werden und die Preisfindung dadurch behindert wird. In dieser vereinfachten Modellwelt ist der Effekt der Einführung einer FTT ganz klar negativ.

Es ist jedoch bekannt und gut dokumentiert, dass die Annahme von perfekt rational agierenden Marktteilnehmern empirisch nicht haltbar ist¹⁴. In den Wirtschaftswissenschaften geht man daher im Regelfall von zwei unterschiedliche Typen von Marktteilnehmern aus: Rationale Investoren, die einen langfristigen Horizont haben und Entscheidung aufgrund von Erwartungen treffen, die sie von

¹³ Vgl. Roll, R., *A simple implicit measure of the effective bid-ask spread in an efficient market*, Journal of Finance, S. 1127-1139, 1984, Amihud, Y., *Illiquidity and stock returns: cross-section and time series effects*, Journal of Financial Markets, S. 31-56, 2002, Jankowitsch, R., Nashikkar, A., und Subrahmanyam, M. G., *Price dispersion in OTC markets: A new measure of liquidity*, Journal of Banking & Finance, S. 343-357, 2011.

¹⁴ Vgl. zB Tversky, A. und Kahneman, D., *Availability: A heuristic for judging frequency and probability*, Cognitive psychology, S. 207-232, 1973.

fundamental Daten der Aktienmärkte und der Volkswirtschaft ableiten, und Spekulanten oder *Noise Trader*. Noise Trader sind typischerweise durch einen kurzfristigen Anlagehorizont und Entscheidungen basierend auf nicht immer rationalen Schlussfolgerungen gekennzeichnet¹⁵. Die ursprünglich zugrundeliegende Idee hierbei ist, dass Noise Trader der Preisfindung nicht dienlich sind bzw. diese behindern, indem sie vereinfacht formulierte Kurswetten abschließen¹⁶. Durch ein Erhöhen der Transaktionskosten könnten solche Wettstrategien unrentabel werden und Noise Trader verdrängen. Man kann jedoch mit einfachen Marktstrukturmodellen auch zeigen, dass unter unterschiedlichen, empirisch durchaus plausiblen Bedingungen die Existenz von Noise Tradern sich positiv auf die Preisfindung auswirken kann bzw. es sogar einen „optimalen“ Anteil an Noise Tradern in einem Markt gibt. Argumentiert wird, dass eine hohe Anzahl von Noise Tradern besser informierte, rationale Investoren anzieht, um die dadurch entstehenden Arbitragemöglichkeiten auszunutzen. Wird der Anteil an Noise Tradern dann zu gering, ist es für Market Maker viel schwerer möglich rentable Preise zu quotieren und sie werden die Bid-Ask Spreads erhöhen, um Handelsverluste bedingt durch die hohe Anzahl an (besser) informierten Investoren auszugleichen. Dies geschieht so lange bis die Bid-Ask Spreads so groß sind, dass es keine Liquidität am Markt mehr gibt bzw. der Anteil an Noise Tradern durch den Rückzug der rationalen Investoren wieder zunimmt¹⁷.

Bereits Keynes brachte eine Steuer auf Aktientransaktionen ins Spiel und argumentierte, dass eine solche Steuer Noise Trader stärker benachteiligt, weil diese kurzfristigere, und dadurch mehr Transaktionen durchführen als rationale Investoren. Deshalb soll die Einführung einer Aktientransaktionssteuer letztendlich dazu führen, dass Noise Trader aus dem Markt verdrängt werden.¹⁸ Dadurch fällt die Liquidität, die Position rationaler Investoren am Markt wird gestärkt und Preise bilden schlussendlich fundamentale Werte ab. Zugrundeliegender Gedanke ist, dass Noise Trader schädlich für den Kapitalmarkt sind, da Preise keine realen Werte mehr abbilden. Dieser beziehungsweise ähnlicher Argumentationslinien bedienen sich weitere Unterstützer einer FTT¹⁹.

¹⁵ Eine andere Möglichkeit die Existenz von Noise Tradern zu motivieren liegt in der Annahme bestimmter Formen asymmetrischer Informationsverteilung.

¹⁶ Vgl. Black, F., *Noise*, Journal of Finance, S.529-543, 1986, De Long, J.B., Shleifer, A., Summers, L. H., und Waldmann, R. J., *Noise Trader Risk in Financial Markets*, Journal of Political Economy, S.703-738, 1990.

¹⁷ Easley, D., Hvidkjaer, S. und O'Hara, M., *Is Information Risk a Determinant of Asset Returns?*, The Journal of Finance, S. 2185-2221, 2002, Easley, D., López de Prado, M.M. und O'Hara, M., *The Microstructure of the "Flash Crash": Flow Toxicity, Liquidity Crashes, and the Probability of Informed Trading*, The Journal of Portfolio Management, S. 118-128, 2011.

¹⁸ Vgl. Keynes, M., *General Theory of Employment, Interest Rates and Money*, New York: Harcourt Brace & World, 1936.

¹⁹ Bspw. Tobin, J., *Proposal for International Monetary Reform*, Eastern Economic Journal 4, S.153-159, 1978, Stiglitz, J., *Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading*, Journal of Financial Services Research, S. 101-115, 1989, oder Summers, L., und Summers, V., *When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transaction Tax*, Journal of Financial Services Research, S. 261-286, 1989.

Auf der anderen Seite argumentiert etwa Friedman, dass Noise Trader und ihre Spekulation an Finanzmärkten gar nicht ausschließlich destabilisierend sein kann²⁰. Denn Spekulationsmöglichkeiten ergeben sich erst, wenn Preise nicht mehr fundamentale Werte abbilden. Dies bedeutet allerdings, dass Arbitragemöglichkeiten entstehen und rationale Marktteilnehmer diese ausnutzen und somit Preise nach einiger Zeit wieder fundamental Werte abbilden²¹.

Neuere theoretische Arbeiten zeigen, dass je nachdem welche Modellannahmen getroffen werden, die Einführung einer FTT unterschiedliche Auswirkungen hat. Im Allgemeinen kann man allerdings festhalten, dass es wohl auf die Höhe der Steuer und die Ausgangsliquidität des Marktes ankommt²². Es ist davon auszugehen, dass eine niedrige Steuer in hoch liquiden Märkten keine Auswirkungen auf die Liquidität hat. Auch bei höheren Steuersätzen sehen Modelle keine negativen Auswirkungen auf Liquidität und Volatilität, wenn diese in hoch liquiden Märkte eingeführt werden. Auf der anderen Seite wirkt sich ein hoher Steuersatz in illiquiden Märkten negativ auf Liquidität und Volatilität aus. Darüber hinaus gibt es theoretische Modelle, in denen eine Reduktion des Handelsvolumens – ausgelöst durch eine reduzierte Aktivität von sowohl rationalen Marktteilnehmern als auch von Noise Tradern – negative Auswirkungen auf die Liquidität hat. Dies verhindert die Korrektur von verzerrten Preisen durch Arbitrageure und führt zu erhöhter Volatilität und ineffizienterer Preisfindung.

Schließlich ist es allerdings auch nicht klar, warum durch die Einführung einer FTT gerade nur Noise Trader vom Markt verdrängt werden sollten und nicht auch die für die effiziente Preisbildung auf jeden Fall wichtigen rationalen Investoren²³.

Zusammenfassend lässt sich aus den theoretischen Arbeiten zu dieser Frage folgendes Bild ableiten:

- Gut funktionierende Finanzmärkte führen zu einer effizienten Preisbildung und damit zu einer optimalen Kapitalallokation in einer Volkswirtschaft. Es ist sowohl von Gegnern als auch Befürwortern einer FTT völlig unbestritten, dass dieses Ziel hohe Priorität haben sollte.
- In einem idealtypischen Markt mit ausschließlich rationalen Investoren führt eine FTT auf jeden Fall zu einer weniger effizienten Preisbildung und hätte negative Effekte.
- Existieren auch nicht rational agierende Investoren („Noise Trader“), sagen die theoretischen Modelle je nach Annahmen unterschiedliche Effekte voraus.

²⁰ Vgl. Friedman, M., *The Case of Flexible Exchange Rates*, University of Chicago Press, 1953.

²¹ Vgl. Fama, E. F., *The Behavior of Stock Market Prices*, Journal of Business, S. 34-105, 1965.

²² Vgl. bspw. Demary, M., *Who Does a Currency Transaction Tax Harm More: Short-Term Speculators or Long-Term Investors*, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, S. 228-250, 2008, DuPont, D. Y., und Lee, G. S., *Effects of Securities Transaction Taxes on Depth and Bid-Ask Spread*, Economic Theory, S. 393-400, 2007, oder Haberer, M., *Might a Securities Transaction Tax Mitigate Excess Volatility? Some Evidence from the Literature*, CoFE Discussion Paper 04-06, 2004.

²³ Vgl. Bloomfield, R., O'Hara, M., und Saar, G., *How noise trading affects markets: an experimental analysis*, Review of Financial Studies, S. 2275-2302, 2009.

- Eine Vorhersage der Auswirkungen der aktuelle vorgeschlagenen FTT auf die Effizienz der Preisbildung ist daher auf Basis rein theoretischer Überlegungen nicht eindeutig möglich.
- Es ist aus theoretischer Sicht durchaus denkbar, dass die Einführung der FTT in einem Land einen positiven Effekt hat, in einem anderen Land hingegen einen negativen Effekt. Konkret könnte das auch bedeuten, dass die Einführung der FTT beispielsweise in Frankreich keinen negativen Effekt auf die Preisbildung hat, in Österreich aber sehr wohl aufgrund der niedrigeren Ausgangsliquidität einen stark negativen Effekt haben könnte.

3.2 Empirische Befunde

Da der Effekt einer FTT Einführung sehr stark von der konkreten Ausgestaltung der Steuer abhängig ist, sind die empirischen Studien unterschiedlich gut geeignet, die Auswirkungen des konkreten Vorschlags einer FTT auf die Finanzmärkte abzuschätzen. Aus diesem Grund konzentriert sich der nachfolgende Text auf die Ergebnisse von Studien, die die Auswirkungen der Einführung der französischen Aktiensteuer messen²⁴, da diese am ähnlichsten zum aktuellen Vorschlag ist.

Einigkeit besteht darin, dass durch die Einführung der FTT in Frankreich das Handelsvolumen zurückgegangen ist. Wobei der Rückgang rund 10% beträgt und sich auf kleinere Aktien – sprich Aktien von Unternehmen mit geringerer Marktkapitalisierung – stärker auswirkt. Wie oben bereits erwähnt ist Liquidität ein mehrdimensionales Konzept und kann deshalb nicht nur durch eine einzige Variable wie zB das Handelsvolumen beschrieben werden. Gomber et al. finden, dass die Einführung der FTT zu erhöhten Bid-Ask Spreads sowie erhöhter Price Dispersion führt. Dadurch kann allgemein auf eine Verschlechterung der Liquidität geschlossen werden. Colliard und Hoffman finden keinen Effekt auf Bid-Ask Spreads oder Price Dispersion aber eine negative Auswirkung auf Markttiefe. Die Markttiefe ist eine Kennzahl um den Preiseffekt von großen Transaktionen zu messen, desto kleiner desto stärker beeinflussen große Transaktionen den Marktpreis. Ein Bericht der Europäischen Kommission findet

²⁴ Vgl. Becchetti, L., Ferrari, M., und Trenta, U., *The impact of the French Tobin tax*, Journal of Financial Stability, S. 127-148, 2014, Buchanan, M., *Impact of French Financial Transaction Tax*, Credit Suisse Market Commentary, 2013, Capelle-Blancard, G. und Havrylchuk, O., *The impact of the French securities transaction tax on market liquidity and volatility*, International Review of Financial Analysis, S. 166-178, 2016, Colliard, J. E., und Hoffmann, P., *Financial Transaction Taxes, Market Composition, and Liquidity*, The Journal of Finance, S. 2685-2715, 2017, Gomber, P., Haferkorn, M., und Zimmermann, K., *Securities transaction tax and market quality—The case of France*, European Financial Management, S. 313-337, 2016, Meyer, S., Wagener, M., und Weinhardt, C., *Politically motivated taxes in financial markets: The case of the French financial transaction tax*, Journal of Financial Services Research, S. 177–202, 2015.

ebenfalls einen Rückgang im Handelsvolumen von rund 10%, untersucht allerdings sonst keine Liquiditätsmaße²⁵²⁶.

In Bezug auf einen Rückgang des Handelsvolumens decken sich die Ergebnisse mit jenen empirischen Studien, die die Einführung diverser Finanztransaktionssteuern in anderen Märkten untersuchen. Aufgrund dessen, dass ein Großteil der Studien jedoch keine Auswirkungen auf andere Liquiditätsdimensionen findet, ist nicht davon auszugehen, dass eine Einführung der FTT die Preisfindung zwingend negativ beeinflussen muss. Allerdings gilt es zu beachten, dass das Handelsvolumen an der Wiener Börse bereits jetzt sehr gering ist und ein Rückgang um 10% hier sehr wohl Auswirkungen haben kann, die in Frankreich nicht messbar sind, da es sich beim französischen Aktienmarkt um einen vergleichsweise hoch liquiden Markt handelt.

Zusammenfassend lässt sich aus den vorliegenden empirischen Befunden zu dieser Frage folgendes Bild ableiten:

- Von den bisher historisch zu beobachtenden Einführungseffekten einer FTT ist die französische FTT mit dem aktuellen Vorschlag am besten vergleichbar.
- Die Einführung der FTT in Frankreich im Jahr 2012 hat zu einem Rückgang des Handelsvolumens in den betroffenen Aktien von etwa 10% geführt.
- In Bezug auf alle anderen Dimensionen der Liquidität kommen die vorliegenden Studien für Frankreich zu unterschiedlichen, teilweise widersprüchlichen Ergebnissen. Daher kann aus Aspekten der Liquidität allein nicht zwingend auf einen Rückgang in der Effizienz der Preisbildung geschlossen werden.
- Aus der Erfahrung aus Frankreich allein heraus kann allerdings keine belastbare Vorhersage für Österreich oder andere Märkte getroffen werden. Ein möglicherweise auch starker Rückgang in der Effizienz der Preisbildung durch die Einführung der FTT kann für Österreich daher nicht ausgeschlossen werden.

²⁵ Vgl. Europäische Kommission, *Did the new French tax on financial transactions influence trading volumes, price levels and/or volatility on the taxed market segment? - A trend analysis* - https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/docs/body/effect_french_ftt.pdf.

²⁶ Es wird auch von allen Studien erwähnt, dass der Umsatzrückgang möglicherweise durch den gleichzeitigen ca. 30%-igen Kursanstieg des französischen Aktienmarktes gedämpft wurde.

4 Finanzwirtschaftliche Aspekte: Volatilität

Ein Standardargument für die positive Lenkungswirkung einer FTT ist die behauptete Dämpfung bzw. Reduktion der Markvolatilität. Dieses Argument wurde schon von Tobin in seiner Diskussion einer Devisentransaktionssteuer angeführt²⁷ und geht von der Annahme aus, dass es ein gewissermaßen „gutes“ oder optimales Level an Volatilität in einem Markt gibt und jedes darüber liegende Ausmaß an Volatilität „schlecht“ und daher zu vermeiden ist²⁸. Der Umstand, dass es Marktphasen gibt, in denen eine überhöhte Volatilität zu beobachten ist, gilt als weithin akzeptiert. Wesentlich kritischer ist die implizite Annahme zu sehen, dass in den Finanzmärkten ohne die Wirkung einer FTT *immer* eine überhöhte Volatilität vorherrscht.

Ein weiteres Glied in der logischen Argumentationskette für eine positive Lenkungswirkung der FTT in Bezug auf die Markvolatilität ist die Annahme, dass eine FTT Volatilität reduziert. In vielen Studien wird einfach – ohne kritische Hinterfragung - davon ausgegangen, dass diese Annahme zutrifft²⁹. In diesem Kapitel analysieren wir die Plausibilität dieser Argumentation anhand der vorliegenden theoretischen Literatur und anhand der vorliegenden empirischen Befunde.

4.1 Theoretische Grundlagen

Aus theoretischer Sicht gibt es grundsätzlich zwei Kanäle, über die eine FTT die Markvolatilität beeinflusst. Ein volatilitätssenkender Effekt wäre, dass die Steuer Noise Trader aus dem Markt verdrängt und sich dadurch die von diesen Tradern verursachten kurzfristigen Preisschwankungen verringern, was die Markvolatilität reduziert (*Zusammensetzungseffekt*). Auf der anderen Seite entsteht ein volatilitätserhöhender Effekt, falls es durch die Steuer zu einer Verschlechterung in der Marktliquidität kommt, welche sich dann auf die Volatilität auswirkt (*Liquiditätseffekt*). Der Gesamteffekt hängt dann von der Marktstruktur ab - diese bestimmt wie die beiden Effekte ausfallen und welcher der beiden Effekte dominiert³⁰.

²⁷ Vgl. Tobin, J., *Proposal for International Monetary Reform*, Eastern Economic Journal 4, S.153-159, 1978.

²⁸ Hier wird in jüngerer Zeit häufig auf die Arbeiten von Shiller Bezug genommen, bspw. Shiller, R., *Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?*, American Economic Review, 71(3), S. 421-436, 1981.

²⁹ Vgl. u.a. Pekanov., A. und Schratzenstaller, M., *A Global Financial Transaction Tax – theory, practice and potential revenues*, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, 2019.

³⁰ Vgl. Schwert, W., Seguin, P., *Securities transaction taxes: an overview of costs, benefits and unresolved questions*, Financial Analyst Journal 49, 27-35; 1993; Song, T., Zhang, J., *Securities Transaction Tax and Market Volatility*, The Economic Journal, S. 1103-1120, 2005; Pellizzari, P., Westerhoff, F., *Some effects of transaction taxes under different microstructures*, Journal of Economic Behavior & Organization, S. 850-863, 2009.

Der Zusammensetzungseffekt hängt davon ab, wie stark Noise Trader im Vergleich zu rationalen Investoren betroffen sind. Prinzipiell unterscheidet die Steuer nicht zwischen den beiden Arten von Marktteilnehmern, wodurch beide Gruppen betroffen sind. Allerdings könnten Noise Trader potenziell stärker betroffen sein, da diese im Schnitt öfter Transaktionen tätigen, wodurch die Steuerlast für sie höher ausfällt³¹. Es lassen sich allerdings keine allgemeinen Aussagen ableiten, wie viel stärker Noise Trader betroffen sind. Der Effekt hängt einerseits von der genauen Definition der Steuer und andererseits vor allem auch wieder von der Marktmikrostruktur ab. Hierbei sollte beachtet werden, dass im aktuellen Vorschlag der FTT Intraday Trading nicht besteuert wird. Dies reduziert möglicherweise die Auswirkung auf Noise Trader und somit auch den Zusammensetzungseffekt.

Dem gegenüber stehen Effekte, die durch eine potentielle Reduktion in der Marktliquidität verursacht werden (siehe Kapitel 3). Die verringerte Marktliquidität reduziert den Einfluss einzelner Transaktionen auf den Marktpreis, was tendenziell zu einer erhöhten Marktvolatilität führt³². Song und Zhang heben hier besonders die Verschlechterung der Markttiefe hervor, da ein weniger tiefer Markt volatiler auf exogene Schocks reagiert³³. Dies könnte besonders in Krisenzeiten bei einem niedrigen Liquiditätsniveau relevant sein. Wie stark der Einfluss einer Verschlechterung in der Liquidität ist, hängt auch vom Liquiditätsniveau vor der Einführung ab. In dem Modell von Pellizzari und Westerhoff ist zB der Gesamteffekt auf die Volatilität in einem Dealer Markt positiv, wenn ein Market Maker immer ausreichend Liquidität bereitstellt. Falls dies nicht der Fall ist, könnte aber eben auch der Liquiditätseffekt überwiegen³⁴.

Zusammenfassend ergeben sich also folgende theoretische Implikationen:

- Grundsätzlich wirkt sich der Zusammensetzungseffekt einer FTT positiv (senkend) und der Liquiditätseffekt negativ (erhöhend) auf die Volatilität aus.
- Welcher der beiden Effekte dominiert, hängt grundsätzlich von der genauen Definition der Steuer und der Marktmikrostruktur ab.
- Der aktuelle Vorschlag der FTT, in dem Intraday-Trading ausgenommen ist, lässt einen geringeren Zusammensetzungseffekt erwarten.

³¹ Vgl. Keynes, M., *General Theory of Employment, Interest Rates and Money*, New York: Harcourt Brace & World, 1936.

³² Vgl. Matheson, T., *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*, IMF Working Paper, 2011.

³³ Vgl. Song, T., Zhang, J., *Securities Transaction Tax and Market Volatility*, The Economic Journal, S. 1103-1120, 2005.

³⁴ Vgl. Pellizzari, P., Westerhoff, F., *Some effects of transaction taxes under different microstructures*, Journal of Economic Behavior & Organization, S. 850-863, 2009.

- Die für österreichische Aktien gegebene Marktmikrostruktur ist von einer vergleichsweise sehr geringen Liquidität geprägt. Daher ist für Österreich ein stärkerer Liquiditätseffekt zu erwarten.
- In Summe ist durch die aktuell vorgeschlagene FTT für Österreich eher eine Erhöhung der Marktvolatilität zu erwarten.

4.2 Empirische Befunde

Aufgrund der besseren Vergleichbarkeit zum aktuellen Vorschlag fokussiert sich dieser Abschnitt auf Studien, die sich mit Transaktionssteuern beschäftigen, von denen hauptsächlich Aktien betroffen sind. Zusätzlich werden die Effekte der französischen FTT besonders hervorgehoben. Die empirischen Studien bestätigen grundsätzlich die gemischten theoretischen Implikationen, wobei die Mehrheit der Studien keinen signifikanten oder sogar einen erhöhenden Effekt auf die Volatilität feststellen können.

So findet zB Umlauf keine Reduktion der Volatilität nach der Einführung einer Transaktionssteuer in Schweden³⁵. Saporta und Kan finden keinen Zusammenhang zwischen der „Stamp Duty“ (der Transaktionssteuer in Großbritannien) und der Volatilität.³⁶ Hu findet keinen Effekt auf die Volatilität bei Steueränderungen in Hong-Kong, Japan, Korea und Taiwan zwischen 1975 und 1994³⁷. Pomeranets und Weaver analysieren Veränderung in der in New York eingehobenen Transaktionssteuer zwischen 1932 und 1981. Sie finden keinen statistisch signifikanten Zusammenhang bei der Analyse von Marktindizes, allerdings gibt es einen positiven statistischen Zusammenhang zwischen der Höhe der Steuer und individuellen Aktienvolatilitäten³⁸. Jones und Seguin analysieren eine Reduktion in fixen Provisionen an amerikanischen Börsen, welche, wie sie argumentieren, sehr ähnlich wirken wie eine FTT. Sie finden eine niedrigere Volatilität nach der Reduktion dieser Provisionen um den 1. Mai 1975³⁹. Baltagi et al. analysieren eine Erhöhung der Transaktionssteuer in China von 0.3% auf 0.5% und finden einen signifikanten Anstieg in der Marktvolatilität nach der Einführung⁴⁰. Phylaktis und Aristidou finden

³⁵ Vgl. Umlauf, S., *Transaction taxes and the behavior of the Swedish stock market*, Journal of Financial Economics, S. 227-240, 1993.

³⁶ Vgl. Saporta, V., Kan, Kamhon, *The effect of Stamp Duty on the Level and Volatility of Equity Prices*, Bank of England (Workign paper, No.71), 1997.

³⁷ Vgl. Hu, S., *The effects of the stock transaction tax on the stock market – Experiences from Asian markets*, Pacific-Basin Finance Journal, 1998.

³⁸ Vgl. Pomeranets, A., & Weaver, D., *Securities Transaction Taxes and Market Quality*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, S. 455-484, 2018.

³⁹ Vgl. Jones, C., Seguin, P., *Transaction Costs and Price Volatility: Evidence from Commission Deregulation*, American Economic Review, S. 728-737, 1997.

⁴⁰ Vgl. Baltagi, B., Li, D., Li, Q., *Transaction tax and stock market behavior: evidence from an emerging market*, Empirical Economics, S. 393-408, 2006.

unterschiedlich stark erhöhende Effekte einer Steuer je nach Marktlage und wie oft Aktien gehandelt wurden. Der Effekt ist stärker für Aktien die oft gehandelt werden und in Hausse-Phasen⁴¹.

Bezüglich der FTT in Frankreich finden Becchetti et al. mit unterschiedlichen Methoden einen signifikant reduzierenden Effekt auf die Intraday-Volatilität nach der Einführung in 2012⁴², wobei sie keinen Effekt für die üblicherweise betrachtete tägliche Volatilität finden. Allerdings wurde dieses Ergebnis von Capelle-Blancard und Havrylchyk, Sramko sowie Colliard und Hoffmann nicht bestätigt⁴³. In allen drei Studien konnte mit Hilfe einer Difference-in-Differences Analyse keine signifikante Reduktion festgestellt werden. An dieser Stelle sei noch einmal darauf hingewiesen, dass obwohl der aktuelle Vorschlag die französische Steuer als Vorbild hat, der Gesamteffekt aufgrund des geringeren Liquiditätsniveaus (siehe theoretischer Teil) in Österreich unterschiedlich ausfallen könnte.

Zusammenfassend lässt sich also Folgendes sagen:

- Die empirischen Studien zeigen nicht, dass eine FTT die Marktvolatilität senkt.
- Einige Studien finden sogar einen positiven Zusammenhang zwischen einer Finanztransaktionssteuer und Marktvolatilität, es wäre also auch möglich, dass sich die Volatilität nach der Einführung erhöht.

⁴¹ Vgl. Phylaktis, K., Aristidou, A., *Security transaction taxes and financial volatility: Athens stock exchange*, Applied Financial Economics, S. 1455-1467, 2007.

⁴² Vgl. Becchetti, L., Ferrari, M., Trenta, U., *The impact of the French Tobin tax*, Journal of Financial Stability, S. 127-148, 2014.

⁴³ Vgl. Sramko, F., *The impact of Securities Transaction Tax on market quality: Evidence from France and Italy*, International Journal of Economic Sciences, S. 52-93, 2015; Capelle-Blancard, G., Havrylchyk, O., *The impact of the French securities transaction tax on market liquidity and volatility*, International Review of Financial Analysis, S.166-178, 2016; Colliard, J. E., und Hoffmann, P., *Financial Transaction Taxes, Market Composition, and Liquidity*, The Journal of Finance, S. 2685-2715, 2017.

5 Finanzwirtschaftliche Aspekte: Finanzmarktstabilität

Der Einfluss einer FTT auf die Finanzmarktstabilität ist in der akademischen Literatur nicht so fundiert analysiert worden wie die Effekte auf Liquidität, Volatilität oder auf die Kapitalkosten. Analog zur Volatilität wird auch für die Stabilität behauptet, dass diese über eine bessere Marktqualität (insb durch eine bessere Preisfindung) durch eine Finanztransaktionssteuer verbessert wird. Eine bessere Preisfindung führt dazu, dass die Wertpapiere immer knapp um ihren Fundamentalwert gehandelt werden, was der Bildung von Preisblasen entgegenwirken könnte. Allerdings hat eine FTT auch noch über andere Kanäle Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität, wobei im Folgenden spezifisch auf die Veränderung im optimalen Verschuldungsgrad und auf mögliche Effekte durch Steuervermeidungsstrategien eingegangen wird.

Das Argument zur effizienteren Preisfindung verläuft annähernd analog zu der Argumentationskette zur Volatilität, da die Preisfindung umso besser ist je mehr rationale Investoren im Vergleich zu Noise Tradern am Markt agieren⁴⁴. Daher muss wie auch bei der Volatilität beachtet werden, dass der aktuelle Vorschlag der Steuer nicht zwischen diesen beiden Gruppen differenziert, was den erwünschten Effekt reduzieren könnte. Zusätzlich zu dem Zusammensetzungseffekt gibt es auch hier wieder einen Liquiditätseffekt, der sich negativ auswirken kann. In empirischen Studien wird als Standardmaß für effiziente Preisbildung häufig die (kurzfristige) Autokorrelation der Renditen untersucht, wobei keine oder nur eine geringe Autokorrelation ein Indikator für einen sehr effizienten Markt ist⁴⁵. Die empirische Literatur, die Veränderung der Autokorrelation zeitlich rund um Transaktionssteuereinführungen untersucht, kann das obengenannte Argument allerdings nicht bestätigen. Im Gegenteil, die meisten Studien finden sogar einen positiven Zusammenhang zwischen einer Finanztransaktionssteuer und der Autokorrelation. Zum Beispiel findet Liu eine niedrigere Autokorrelation bei betroffenen Aktien nach der Reduktion der japanischen Transaktionssteuer in 1989⁴⁶. Baltagi et al. finden eine höhere Autokorrelation nach Erhöhungen der Transaktionssteuer in China⁴⁷ und Colliard und Hoffmann finden im Zuge der Einführung der französischen FTT eine Erhöhung in der Autokorrelation der Quotierungen der betroffenen Aktien im Vergleich zur Kontrollgruppe⁴⁸.

⁴⁴ Vgl. Keynes, M., *General Theory of Employment, Interest Rates and Money*, New York: Harcourt Brace & World, 1936.

⁴⁵ Bspw. Matheson, T., *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*, IMF Working Paper, 2011.

⁴⁶ Vgl. Liu, S., *Securities Transaction Tax and Market Efficiency: Evidence from the Japanese Experience*, Journal of Financial Services Research, S. 161-176, 2007.

⁴⁷ Vgl. Baltagi, B., Li, D., Li, Q., *Transaction tax and stock market behavior: evidence from an emerging market*, Empirical Economics, S. 393-408, 2006.

⁴⁸ Vgl. Colliard, J. E., und Hoffmann, P., *Financial Transaction Taxes, Market Composition, and Liquidity*, The Journal of Finance, S. 2685-2715, 2017.

Ein weiterer relevanter Faktor ist der optimale Verschuldungsgrad der betroffenen Unternehmen. Wie in Kapitel 6 besprochen erhöht der aktuelle Vorschlag der Steuer spezifisch die Eigenkapitalkosten der betroffenen Unternehmen. Dadurch wird für die Unternehmen Eigenkapital im Vergleich zu Fremdkapital teurer und die optimale Zusammensetzung aus Fremd- und Eigenkapital verschiebt sich in Richtung mehr Fremdkapital, dh zu einem höheren Verschuldungsgrad. Mehr Fremdkapital führt ceteris paribus zu schlechteren Ratings und vor allem zu höheren Insolvenzwahrscheinlichkeiten. Eine Zunahme der Insolvenzwahrscheinlichkeiten – noch dazu der führenden Aktiengesellschaften eines Landes - senkt eindeutig die Finanzmarktstabilität. Alternativ könnten die Unternehmen natürlich versuchen ihre Insolvenzwahrscheinlichkeiten konstant zu halten, indem sie das Risiko ihrer Investments entsprechend reduzieren. Das wäre zwar keine Verschlechterung der Finanzmarktstabilität, aber der Wirtschaft würde somit weniger Risikokapital zur Verfügung stehen, was wiederum nachteilige Effekte für Wachstum und Beschäftigung⁴⁹ hätte vor allem in Hinblick auf Investitionen im Bereich Umwelt und Digitalisierung. An dieser Stelle muss auch darauf hingewiesen werden, dass internationale Organisationen immer wieder herausstreichen, dass das Ausmaß der steuerlichen Begünstigung von Fremdkapital gegenüber Eigenkapital in Österreich deutlich über dem EU-Durchschnitt liegt⁵⁰, was durch die Einführung der FTT noch weiter zunehmen würde.

Ein anderer möglicher Einfluss der FTT auf die Finanzmarktstabilität wäre ein Anstieg des Anteils an synthetischen Finanzinstrumenten und Derivaten am Gesamtmarkt, wie zum Beispiel Contracts-for-Difference (CFD)⁵¹ oder synthetische Exchange Traded Funds (ETF), der durch den Versuch die Steuer zu vermeiden ausgelöst werden könnte⁵². Eine besondere Rolle könnten hier synthetische ETFs spielen. Synthetischen ETFs sind ETFs, die den nachzubauenden Index nicht mit Hilfe der einzelnen Aktienbestandteile replizieren, sondern die Einnahmen aus den verkauften Anteilen in Sicherheiten investieren und diese dann gegen die Rendite des Index mit Hilfe eines Swap-Geschäftes tauschen. Nachdem in diesem Fall die Aktien also nicht tatsächlich gehandelt werden würden, müsste keine Steuer bezahlt werden. Das Financial Stability Board warnt in diesem Zusammenhang vor einem negativen Effekt auf die Finanzmarktstabilität, da die synthetische ETF ausgebende Bank oft auch die Gegenpartei in dem Swap-Geschäft ist. Sollte die Bank etwa durch starke Marktbewegungen in

⁴⁹ Vgl. bspw van Pottelsberghe de la Potterie, B. und Romain, A., *The Economic Impact of Venture Capital*, Discussion Paper Series 1 No. 2004 18, Deutsche Bundesbank, 2004, Samila, S. und Sorenson, O., *Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth*, Review of Economics and Statistics, 2011.

⁵⁰ Vgl. u.a. ZEW, *The Effects of Tax Reforms to Address the Debt-Equity Bias on the Cost of Capital and on Effective Tax Rates*, Taxation Papers, No. 65, Centre for European Economic Research, European Commission, 2016.

⁵¹ CFDs werden typischerweise ähnlich wie Futures auf Margin gehandelt, dadurch könnten Investoren auch leicht gehebelte Positionen und somit ein erhöhtes Risiko eingehen.

⁵² Welche Arten von Vermeidungskonstruktionen überhaupt zulässig sein würden, kann anhand der nicht endgültigen Definition des aktuellen Vorschlags zur FTT nicht gesagt werden.

Zahlungsschwierigkeiten kommen, wären die Investoren in dem ETF direkt betroffen was zusätzliches systemisches Risiko verursacht⁵³.

Zusammenfassend lässt sich Folgendes über die Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität sagen:

- Empirische Befunde sprechen dafür, dass die FTT generell eine weniger effiziente Preisbildung verursachen könnte, was wiederum negative Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität hätte.
- Der durch die höheren Eigenkapitalkosten veränderte optimale Verschuldungsgrad erhöht entweder die Insolvenzwahrscheinlichkeiten der betroffenen Unternehmen (senkt die Finanzmarktstabilität) oder führt zu einem Rückgang der Bereitschaft für risikoreiche Investitionen (schadet der Volkswirtschaft).
- Die in Österreich im internationalen Vergleich sehr hohe steuerliche Begünstigung von Fremdkapital gegenüber Eigenkapital wird noch weiter verstärkt.
- Durch Vermeidungsstrategien mit Hilfe von synthetischen ETFs oder anderen Produkten entsteht zusätzliches systemisches Risiko.

⁵³ Vgl. Financial Stability Board, *Potential Financial Stability Issues Arising From Recent Trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)*, 2011.

6 Finanzwirtschaftliche Aspekte: Kapitalkosten

Unternehmen setzen Kapital ein um Waren bzw. Dienstleistungen zu erstellen/erbringen und Investitionen zu tätigen. Das dabei eingesetzte Kapital setzt sich in der Regel aus Eigen- und Fremdkapital zusammen und ist nicht kostenlos. Die Kapitalkosten sind jene Kosten, die dem Unternehmen für diesen Kapitaleinsatz entstehen. Sie entsprechen den Renditeforderungen der Kapitalgeber/Investoren. Es wird ebenfalls zwischen Eigen- und Fremdkapitalkosten unterschieden. Die Kapitalkosten ergeben sich aus der nach Bilanzstruktur nach den Marktwerten gewichteten Summe von Eigen- und Fremdkapitalkosten. Fremdkapitalkosten sind all jene Kosten, die sich Fremdkapitalgeber in Form von Zinsen auf Kredite oder Anleihen für die Kreditbereitstellung von den Unternehmen erwarten. Fremdkapitalkosten können in der Regel direkt aus den vereinbarten Kreditzinssätzen abgeleitet werden, Eigenkapitalkosten hingegen nicht. Eigenkapitalgeber – im konkreten Kontext Aktionäre – erwarten sich eine Rendite auf das eingesetzte Kapital in Form von Dividenden und Kursgewinnen, sonst wären sie nicht bereit dieses Kapital dem Unternehmen zur Verfügung zu stellen. Diese erwarteten Renditen sind die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens.

Durch die Einführung einer FTT entstehen Investoren zusätzliche Kosten beim Kauf von Aktien, was gleichbedeutend mit einer Erhöhung der Transaktionskosten ist. Durch die Erhöhung von Transaktionskosten fallen in der Regel die Aktienpreise⁵⁴⁵⁵. Im Regelfall entscheiden Investoren anhand des Kapitalwertes einer Aktie, ob sich ein Kauf lohnt oder nicht. Ist der Kapitalwert negativ, ist ein Kauf nicht lohnenswert. Der Kapitalwert setzt sich aus den erwarteten diskontierten Zahlungsströmen der Aktie abzüglich des Kaufpreises zusammen. Erhöht sich nun der Kaufpreis durch die Steigerung der Transaktionskosten, müssen sich auch die diskontierten Zahlungsströme erhöhen, damit der Kapitalwert der Aktie positiv bleibt. Es liegt im Interesse des Unternehmens, dass der Kapitalwert seiner Aktie positiv ist, da sonst die Investoren die Aktien nicht mehr zu diesem Preisniveau kaufen werden, obwohl dies – abgesehen vom Imageschaden - noch keine direkte Auswirkung auf den Unternehmenswert oder das Eigenkapital des Unternehmens hätte. Allerdings wird es für das Unternehmen in Zukunft schwieriger und teurer weiteres Eigenkapital am Finanzmarkt aufzunehmen.

⁵⁴ Vgl. Hawkins, M., und McCrae, J., *Stamp duty on share transactions: is there a case for change?*, The Institute for Fiscal Studies Commentary 89, 2002, Kupiec, P., *Noise Traders, Excess Volatility, and a Securities Transaction Tax*, Journal of Financial Services Research, S. 115-129, 1996.

⁵⁵ Auch eine einfache theoretische Überlegung führt zum selben Ergebnis: Wenn zwei zu 100% eigenfinanzierte Unternehmen in Projekte investieren, die die gleichen Renditeerwartungen haben und das gleiche Risiko aufweisen, werden die Investoren bzgl der Aktien der beiden Unternehmen indifferent sein. Wenn nun der Handel in den Aktien nur des einen Unternehmens mit höheren Transaktionskosten behaftet ist, sind die Aktien des Unternehmens mit den niedrigeren Transaktionskosten attraktiver. Um wieder für die Investoren zumindest indifferent zu werden, muss das Unternehmen mit den höheren Transaktionskosten eine um die Kostendifferenz erhöhte Rendite versprechen. Aus Sicht dieses Unternehmens sind dadurch die Kapitalkosten höher als für das andere Unternehmen.

Die Eigenkapitalkostenerhöhung wird also dadurch forciert, dass die erwarteten diskontierten Zahlungsströme des Unternehmens steigen müssen.

Matheson folgt im Grunde dieser Argumentation und berechnet mit Hilfe einer einfachen Formel die Auswirkungen einer FTT Einführung auf die Kapitalkosten. Die verwendete Formel berücksichtigt das Zinsniveau und Dividenden. Er kommt zu dem Ergebnis, dass die Auswirkungen der FTT sehr stark von der durchschnittlichen Haltedauer einer Aktie abhängen. So würden die Kapitalkosten einer Aktie mit einer durchschnittlichen Haltedauer von einem Jahr ungefähr um die Höhe der FTT steigen. Bei kürzerer Haltedauer wäre der Effekt stärker⁵⁶.

Lendvai et al. untersuchen den Effekt der Einführung einer FTT mithilfe eines Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) Modells. Solche Modelle bilden geschlossene Volkswirtschaften ab und machen es möglich auch Zweit- und Drittrundeneffekte zu berücksichtigen. In diesem Modell führt eine FTT, die einen Umsatz in Höhe von 0.1% des BIP generiert, zu einer Erhöhung der Kapitalkosten zwischen vier und fünf Basispunkten. Diese Erhöhung wiederum impliziert, dass langfristig das Grundkapital (Aktienkapital) um 0.4% und das BIP um 0.2% sinkt. Auch hier gilt, desto höher der Umsatz einer Aktie desto stärker der Effekt. Die Autoren halten außerdem fest, dass eine reine Besteuerung von Spottransaktionen – dazu zählen Aktientransaktionen – nicht dazu führen wird, die Probleme zu beseitigen oder abzuschwächen, die die Motivation für die Einführung der FTT sind. Vielmehr verschiebt man dadurch die Steuerlast hin zu Haushalten und kleinen Unternehmen, die im Allgemeinen wenig mit der erhöhten Volatilität, die mit dem Hochfrequenzhandel assoziiert wird, zu tun haben⁵⁷. Lendvai et al. modellieren allerdings nur einen einzelnen Aktienmarkt und es ist deshalb nicht auszuschließen, dass sich durch eine Verlagerung des Handels in andere Märkte/Instrumente das Aktienkapital noch deutlich stärker nach unten bewegen.

Empirische Studien, vor allem in Bezug auf die französische Aktiensteuer, haben idR den Fokus nicht auf das Preisniveau und damit in Verbindung auf die Kapitalkosten der betroffenen Unternehmen gerichtet. Lediglich ein Report der Europäischen Kommission⁵⁸ sieht sich die Auswirkung auf den französischen Markt an und findet keine Veränderung im Preisniveau, wobei aufgrund der verwendeten empirischen Methode eine endgültige Beurteilung nicht möglich erscheint.

Umlauf untersucht die Auswirkungen in Schweden und findet, dass bei der Einführung einer 1%igen Steuer der Swedish All-Equity Index um 2.2% gefallen ist und um weitere 0.8% nach der Erhöhung der

⁵⁶ Vgl. Matheson, T., *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*, IMF Working Paper, 2011.

⁵⁷ Vgl. Lendvai, J., Raciborski, R., und Vogel, L., *Securities Transaction Taxes: Macroeconomic Implications in a General Equilibrium Model*, Europäische Kommission, 2012.

⁵⁸ Vgl. Europäische Kommission, *Did the new French tax on financial transactions influence trading volumes, price levels and/or volatility on the taxed market segment? - A trend analysis –*
https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/docs/body/effect_french_ftt.pdf.

Steuer auf 2%⁵⁹. Westerholm schätzt die Elastizität der Aktienpreise als Funktionen von Transaktionskosten auf -0.20 für Schweden⁶⁰.

Zusammenfassend können wir festhalten, dass die Einführung der FTT aus Sicht der Kapitalmarkttheorie eindeutig die Eigenkapitalkosten erhöht. Allein das Ausmaß dieser Erhöhung ist eine nur empirisch zu beantwortende Frage.

6.1 Empirische Abschätzung des Kapitalkosteneffekts

Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass der aktuelle Vorschlag für eine FTT einen eher moderaten Effekt auf die Kapitalkosten haben wird, da der Steuersatz von 0.2% sehr gering ist und daher nur zu einem im Vergleich zu den Börseumsätzen bzw zur Marktkapitalisierung der betroffenen Aktiengesellschaften geringen Aufkommen führt. Um dieses Aufkommen für Österreich konkret abzuschätzen, stehen zwei grundsätzlich verschiedene Methoden zur Verfügung. Die erste Methode, die von der Europäischen Kommission angewendet wurde⁶¹, nimmt das Steueraufkommen in Frankreich (das ja eine vergleichbare Steuer bereits eingeführt hat) als Berechnungsbasis. Dieses Steueraufkommen wird dann in Relation zum Verhältnis des französischen mit dem österreichischen Börsenumsatz bzw zum Verhältnis der französischen mit der österreichischen Marktkapitalisierung gesetzt und entsprechend angepasst. Ausgehend von einem Steuersatz von 0.2% weist die Kommission nach dieser Methode für Österreich einen Wert von 33 Mio. EUR aus.

Die zweite Methode, die in ähnlicher Form auch von Pekanov und Schratzenstaller⁶² angewendet wird, nimmt die tatsächlichen Handelsumsätze als Basis. Nach dieser Methode werden die historisch zu beobachtenden Umsätze der betroffenen Aktien um die zu erwartenden Vermeidungseffekte und steuerinduzierte Umsatzrückgänge bereinigt und dann mit dem Steuersatz multipliziert. Wir haben für dieses Gutachten auch versucht die Effekte der relevanten Steuerausnahmen zu berücksichtigen und den Anteil der durch Market Making induzierten Umsätze herausgerechnet. Andere Ausnahmen (zB anderer Intraday-Handel als Market Making, Repo-Transaktionen) konnten von uns mangels Daten

⁵⁹ Vgl. Umlauf, S., *Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market*, Journal of Financial Economics, S.227-240, 1993.

⁶⁰ Vgl. Westerholm, J., *The Impact of Transaction Costs on Turnover, Asset Prices and Volatility: The Cases of Sweden and Finland's Security Transaction Tax Reductions*, Liiketaloudellinen aikakauskirja, S. 213–241, 2003.

⁶¹ Vgl. European Commission, DG Taxation and Customs Union, *Revised Estimation for the FTT*, 2019.

⁶² Vgl. Pekanov., A. und Schratzenstaller, M., *Evaluating the Revenues from a Financial Transaction Tax in 10 EU Member States through Enhanced Cooperation*, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, 2018.

nicht exakt erfasst werden. Unsere Abschätzung ist daher als Plausibilisierung der Schätzung der Kommission zu sehen⁶³.

Legt man nun das Steueraufkommen von 33 Mio. EUR auf die Marktkapitalisierung um (Ende 2018 lag diese bei ca. 94 Mrd. EUR), erhält man einen durchschnittlichen Anstieg der Eigenkapitalkosten von 0.0352%⁶⁴.

Die von uns gewählte Vorgangsweise hat noch den zusätzlichen Vorteil, dass die Steuerbelastung und die daraus folgende Erhöhung der Kapitalkosten für jede Aktie einzeln ermittelt werden kann (siehe Anhang 1). Der Effekt trifft verschiedene Unternehmen unterschiedlich stark, weil die Steuerbelastung einer Aktie davon abhängt, wie oft eine Aktie im Schnitt pro Jahr gehandelt wird⁶⁵. Aus diesen Unterschieden ergeben sich auch die teilweise stark unterschiedlichen Anstiege der Kapitalkosten. In Tabelle 1 ist dieser Effekt dargestellt.

Unternehmen	Steuerlast
VOESTALPINE AG	0,144%
RAIFFEISEN BANK INTERNAT. AG	0,113%
OMV AG	0,105%
LENZING AG	0,096%
ERSTE GROUP BANK AG	0,096%
VERBUND AG KAT. A	0,086%
ANDRITZ AG	0,086%
VIENNA INSURANCE GROUP AG	0,071%
BAWAG GROUP AG	0,069%
WIENERBERGER AG	0,064%
OESTERREICHISCHE POST AG	0,061%
AGRANA BETEILIGUNGS-AG	0,057%
UNIQA INSURANCE GROUP AG	0,056%
IMMOFINANZ AG	0,043%
CA IMMOBILIEN ANLAGEN AG	0,040%
EVN AG	0,033%
TELEKOM AUSTRIA AG	0,027%
MAYR-MELNHOF KARTON AG	0,020%
STRABAG SE	0,020%
FLUGHAFEN WIEN AG	0,018%
AMAG AUSTRIA METALL AG	0,008%

Tabelle 1: Geschätzte Steuerlast pro Aktie und Jahr in % des Aktienkurses.

Die Erhöhung der Eigenkapitalkosten liegt zwischen 0.008% und 0.144%. Diese Belastung durch den Anstieg der Eigenkapitalkosten ist zumindest für einige Unternehmen alles andere als

⁶³ Die genaue Beschreibung dieser Berechnungen findet sich im Anhang 1.

⁶⁴ Dies schätzt nur den Erstrundeneffekt durch die direkte Steuerbelastung ab. Ältere Studien gehen von Zweitrundeneffekten (siehe dazu auch die Folgekapitel) von mehr als 1% aus (vgl. Alt, R., Berra, H., Helmenstein, C., *Auswirkungen einer Wiedereinführung der Börsenumsatzsteuer*, Research Report, *Economica*, 2010).

⁶⁵ Das geschätzte besteuerte Handelsaufkommen schwankt zwischen 0.04 Transaktionen pro Jahr und Aktie für die AMAG und 0.72 Transaktionen pro Jahr und Aktie für die VOESTALPINE.

vernachlässigbar. Der Effekt wäre für VOESTALPINE, RBI, OMV, Lenzing, Erste Group und Andritz schon deutlich spürbar.

Zusammenfassend kann folgendes festgehalten werden:

- Man kann mit einem Steueraufkommen von 33 Mio. EUR (Schätzung der Europäischen Kommission) rechnen.
- Dies führt zu einem durchschnittlichen Anstieg der Eigenkapitalkosten von 0.0352% allein aus dem Erstrundeneffekt der Besteuerung.
- Bricht man diesen Effekt auf die einzelnen Unternehmen herunter, erhält man eine größere Spreizung. Für die VOESTALPINE wäre der Effekt mit 0.144% am größten.
- Diese Ergebnisse gelten für einen Steuersatz von 0.2%. Für den bspw aktuell in Frankreich geltenden Steuersatz von 0.3% wären die Effekte ceteris paribus um die Hälfte höher.
- Ältere Studien zu potenziellen Zweitrundeneffekten gehen von einem wesentlich höheren Anstieg der Eigenkapitalkosten aus.

6.2 Ökonomische Auswirkungen: Beschäftigungseffekte

Höhere Kapitalkosten⁶⁶ stellen für Unternehmen reale Kosten dar und diese müssen in irgendeiner Form weitergegeben werden. Sieht man einmal von der Sonderstellung möglicher (partieller) Monopolunternehmen im Energiebereich ab (dazu mehr im Folgekapitel), können die Unternehmen diese im Vergleich zur nicht besteuerten Konkurrenz höheren Kosten nicht einfach auf die Preise aufschlagen, ohne dadurch im Wettbewerb Umsatz zu verlieren. Eine erste Möglichkeit besteht in der Durchführung von Einsparungsmaßnahmen, die erfahrungsgemäß vor allem im Personalbereich zu erwarten sein werden. Daneben können die Unternehmen auch die Preise erhöhen und die dadurch einhergehenden Verluste an Marktanteilen hinnehmen. Auch in diesem Fall wäre der Personalbereich wieder stark betroffen⁶⁷. Eine Quantifizierung dieser Effekte kann in diesem Gutachten nicht vorgenommen werden. Man müsste für jedes Unternehmen die konkrete Wettbewerbssituation genau analysieren und dann versuchen die optimale Reaktion auf die Kapitalkostenerhöhung zu

⁶⁶ Die gesamten Kapitalkosten setzen sich aus der Summe der Eigenkapitalkosten und der Fremdkapitalkosten zusammen. Wir nehmen hier vereinfachend an, dass die Einführung der FTT keinen Effekt auf die Fremdkapitalkosten hat.

⁶⁷ Auch andere Möglichkeiten zur Einsparung (Zurückhalten von Investitionen, Reduktion des Aufwands für Forschung und Entwicklung, usw) haben tendenziell eine große Auswirkung auf den Personalbereich.

bestimmen. Folgt man der Argumentation von Alt et al.⁶⁸, die aber auf einem methodisch völlig anderen Zugang basiert, induzierte die durch die FTT verursachte Kapitalkostenerhöhung einen negativen Beschäftigungseffekt von bis zu ca. 2000 Arbeitsplätzen. Alt et al. argumentieren auch, dass allein die fiskalischen Kosten dieses Beschäftigungseffektes das Steueraufkommen bereits neutralisieren können.

Rein qualitativ kann man aber feststellen, dass vor allem Unternehmen mit einer sehr großen Anzahl an Beschäftigten von relativ hohen Anstiegen der Kapitalkosten betroffen sind. Verlieren einige dieser Unternehmen durch den relativen Kostennachteil tatsächlich wesentliche Marktanteile, könnte dies wesentlich schwerwiegendere negative Beschäftigungseffekte nach sich ziehen.

In Bereichen mit geringer Preiselastizität der Nachfrage und/oder schwach ausgeprägter Konkurrenz könnten die betroffenen Unternehmen die erhöhten Kapitalkosten teilweise durch höhere Preise kompensieren. Analysiert man die Liste der betroffenen Unternehmen, könnte dies am ehesten auf die Energieversorger aber auch auf die Großbanken zutreffen. Diese Unternehmen haben aber alle auch eine starke Kundenbasis in Österreich, die dann die Kosten dieser Steuer zumindest partiell zu tragen hätten. Aber auch hier gilt, dass eine konkrete Quantifizierung dieser möglichen Preissteigerungen nicht möglich ist.

Zusammenfassend kann folgendes festgehalten werden:

- Die erhöhten Eigenkapitalkosten müssen von den Unternehmen durch eine Kombination aus Preissteigerungen und/oder Kosteneinsparungen weitergegeben werden.
- Bei Kosteneinsparungen ist damit zu rechnen, dass es einen tendenziell negativen Beschäftigungseffekt geben wird. Dieser ist jedoch nicht ausreichend gut quantifizierbar.
- Preissteigerungen können in Situationen mit sehr schwachem Wettbewerb teilweise an die Kunden weitergegeben werden. Dies wäre am ehesten im Bereich Energie und Finanzdienstleistungen zu erwarten. Auch hier lässt sich der Effekt nicht quantifizieren.
- In Situationen mit stärkerem Wettbewerb könnte es zu teilweise erheblichen Verlusten an Marktanteilen für die betroffenen Unternehmen kommen. Aufgrund der großen ökonomischen Bedeutung und des hohen Anteils an inländischer Beschäftigung bei den besonders betroffenen Unternehmen geht davon ein großes Gefahrenpotenzial aus.

⁶⁸ Vgl. Alt, R., Berra, H., Helmenstein, C., *Auswirkungen einer Wiedereinführung der Börsenumsatzsteuer*, Research Report, Economica, 2010.

6.3 Ökonomische Auswirkungen: Regulierte Preise

Eine weitere potenzielle Auswirkung erhöhter Eigenkapitalkosten für führende österreichische Unternehmen durch die FTT liegt in der Berechnung regulierter Preise durch die jeweils zuständigen Regulierungsinstitutionen. Beispiele für regulierte Preise wären Preise für Netzbetriebung im Energiesektor (Strom, Gas), im Telekomsektor (Mobilfunk), das Autobahnnetz (Mautgebühren) oder die Preise für das terrestrische Sendernetz (Rundfunk- und Fernsehgebühren). Obwohl diese Unternehmen idR selbst nicht von den erhöhten Kapitalkosten betroffen sind, können sich diese aufgrund der Berechnungslogik der regulierten Preise dennoch auswirken.

Im Standardfall dürfen regulierte Unternehmen auch die Kapitalkosten in die Preisberechnung einfließen lassen bzw sie werden vom Regulator (manchmal unter Beiziehung von unabhängigen Sachverständigen) miteinbezogen. Da diese Unternehmen oft nicht am Kapitalmarkt finanziert sind, sondern im staatlichen Eigentum stehen bzw mit entsprechenden staatlichen Haftungen ausgestattet sind, sehen die einschlägigen Rechtsnormen vor, dass die allgemeinen Bedingungen des jeweiligen Kapitalmarkts (und nicht die spezifischen Kosten des Unternehmens) dafür heranzuziehen sind⁶⁹. Wenn nun durch die Einführung der FTT nahezu alle Unternehmen im ATX erhöhte Eigenkapitalkosten haben, müsste sich dieser Effekt auch auf die Berechnungen der regulierten Preise niederschlagen. Eine konkrete Quantifizierung dieses Effektes kann hier nicht vorgenommen werden. Zum einen fließen die Kapitalkosten in die diversen Preisformeln auf sehr unterschiedliche und komplexe Weise ein⁷⁰, zum anderen enthalten viele der betreffenden Regulierungen „Kann“-Bestimmungen oder andere Freiheitsgrade, dh ein Anstieg der Kapitalkosten muss oft nicht oder nicht zur Gänze weitergegeben werden.

Nur zur Illustration können folgende Rechenbeispiele dienen. Zunächst gehen wir von einem durchschnittlichen Anstieg der Kapitalkosten von 5% um 0.1% auf 5.1% aus. Im Fall eines linearen Einflusses der Kapitalkosten auf die Preise würde dadurch die reine Kapitalkostenkomponente um 2% steigen. Nimmt man wiederum an, dass die Kapitalkosten die Hälfte der Gesamtkosten ausmachen, impliziert dies eine Preissteigerung von 1%. Im Fall eines Einflusses der Kapitalkosten durch einen Annuitätenfaktor würde dies bei einer Laufzeit der Annuität von 35 Jahren⁷¹ einer Preissteigerung von 1.3% entsprechen. Je nach Veränderung der Parameter erhält man natürlich andere Preissteigerungen.

⁶⁹ Vgl. u.a. EU-Wegekosten-RL, Anhang III, Punkt 2.1/7 oder die weiter unten angegebenen Rechtsnormen für Netztarife.

⁷⁰ Bei den Netztarifen fließen die Kapitalkosten de facto linear ein, bei den Straßenmauten über einen Annuitätenfaktor.

⁷¹ Das ist eine im Bereich der Infrastrukturfinanzierung etwa im Straßenverkehr übliche Nutzungsdauer.

Man sieht aber doch deutlich, dass bei der durch die Einführung der FTT sich ergebenden Erhöhung der Kapitalkosten zumindest das Potenzial für merkliche Preissteigerungen in regulierten Märkten gegeben ist. Im Anhang 2 wird dieser Zusammenhang exemplarisch am Beispiel der Strompreisregulierung genauer dargestellt.

Zusammenfassend kann Folgendes festgehalten werden:

- Regulierte Preise in den Bereichen Strom, Gas, Autobahnmaut, Telekomgebühren, Rundfunk und Fernsehen werden anhand von gesetzlich vorgegebenen Regularien berechnet, in die die Kapitalkosten, die aus den Marktdurchschnitten ermittelt werden, einfließen.
- Die Einführung der FTT könnte dadurch zu einer merklichen Erhöhung dieser regulierten Preise führen.

7 Finanzwirtschaftliche Aspekte: Auswirkung auf Banken

Die potenziellen Auswirkungen einer Einführung der FTT nach dem aktuellen Vorschlag auf inländische Kreditinstitute sind vielschichtig strukturiert. Im Wesentlichen sind dabei folgende Komponenten zu beachten:

- Kosten der Einhebung der FTT
- Einbußen bei Provisionserträgen durch Umsatzrückgänge bei Aktien
- Besteuerung des Nostrohandels
- Einbußen im Underwriting-Geschäft

In diesem Gutachten können wir anhand der uns zur Verfügung stehenden Daten keine zuverlässige Abschätzung der beiden letzten Komponenten vornehmen. Der Nostrohandel der Banken in Aktien scheint in den letzten Jahren an Bedeutung verloren zu haben und wir sehen hier eher vernachlässigbare Effekte, vor allem, weil Banken ihr Nostroportfolio ja durchaus auch steuerfrei Intraday handeln könnten. Auch aus dem Underwriting-Geschäft (Platzierung von Wertpapieren) sehen wir aufgrund der geringen Bedeutung für die Ertragslage der meisten inländischen Banken nur ein geringes Auswirkungspotenzial.

Auch die Abschätzung der Kosten für die Einhebung der FTT ist empirisch nur mit gewissen Vorbehalten möglich. Zunächst ist klar, dass der aktuelle Vorschlag der FTT die Einhebung der Steuer bei den depotführenden Banken vorsieht und diese daher die Kosten der Einhebung zu tragen haben würden. Eine flächendeckende Information über Kostenschätzung seitens der Banken steht uns jedoch nicht zur Verfügung. Die einzige Information, die uns vorliegt, haben wir auf Anfrage von der Bundessparte Banken und Versicherungen der Wirtschaftskammer Österreich erhalten. Demgemäß betragen die geschätzten Implementierungskosten für die FTT nach aktuellem Vorschlag für den gesamten Sektor 15.34 Mio. EUR an einmaligen Implementierungskosten und 2.53 Mio. EUR pro Jahr an laufenden Kosten. Unserer Einschätzung nach können und werden diese Kosten von den Banken auf die Depotgebühren umgewälzt werden⁷² und auf jeden Fall von den Aktienkunden, wahrscheinlich auch von allen Wertpapierkunden (also auch von jenen die nie oder selten Aktien handeln), zu tragen sein werden.

Noch etwas schwieriger sind die Kosten durch allfällige Einbußen aus dem Provisionsgeschäft einzuschätzen, die durch den bei Einführung der FTT zu erwartenden Umsatzrückgang ausgelöst

⁷² Kunden müssen eine depotführende Bank wählen, die über die entsprechende Software zu Steuerberechnung und –abführung verfügt und somit diese Kosten zu tragen hat. Es wäre sogar denkbar, dass einige (vor allem ausländische) Banken den Handel in besteuerten Aktien aus Kostengründen gar nicht mehr anbieten, was zu einer weiteren Konzentration des Wettbewerbes führen würde.

werden. Im Wesentlichen werden davon An- und Verkaufsspesen bei Transaktionen in den besteuerten Aktien betroffen sein. Leider sind weder die von der OeNB veröffentlichten Statistiken über die österreichischen Kreditinstitute noch die Jahresabschlüsse der einzelnen Banken in der erforderlichen Detailtiefe aufgeschlüsselt, um genaue Ertragszahlen für diesen speziellen Teil der Provisionserträge ermitteln zu können⁷³. Die detailliertesten Informationen, die wir aus Jahresabschlüssen der Großbanken gewinnen konnten, sind dem Jahresabschluss der Bank Austria zu entnehmen. Für 2018 wird hier in der Gewinn- und Verlustrechnung ein Nettosaldo von 234 Mio. EUR an umsatzabhängigen Provisionen aus Wertpapiergeschäften ausgewiesen, was einem Anteil von 33.2% an den gesamten Provisionserträgen entspricht. Nach den von der OeNB veröffentlichten Statistiken zur Ertragslage der österreichischen Kreditinstitute⁷⁴ betragen 2018 die aggregierten Erträge aus dem gesamten Provisionsgeschäft aller Banken 3.809 Mrd. EUR. Nimmt man an, dass der Anteil von 33.2% der umsatzabhängigen Provisionen aus Wertpapiergeschäften in der Bank Austria repräsentativ für den Gesamtmarkt ist, dann würden die (Netto-)Erträge aus umsatzabhängigen Provisionen aus Wertpapiergeschäften insgesamt 1.265 Mrd. EUR pro Jahr betragen.

Eine weitere Frage, die von uns letztlich nicht durch empirische Daten beantwortet werden kann, ist die Größe des Anteils von Geschäften mit besteuerten Aktien an diesen Erträgen. Aus der medialen Berichterstattung kann man zwar entnehmen, dass der Anteil von Aktien im Vergleich zu anderen Wertpapierformen (zB Anleihen) eher klein ist, aber es ist auch davon auszugehen, dass Aktien häufiger gehandelt werden als Anleihen und auch die Spesen pro Transaktion bei Aktien tendenziell höher ausfallen. Aber letztlich können wir hier aufgrund dieser fehlenden Information nur eine Bandbreite von Kostenschätzungen abgeben. Wir setzen dafür folgende Anteile für Provisionen aus Transaktionen in besteuerten Aktien an: Niedriges Szenario: 10%, mittleres Szenario: 20%, hohes Szenario: 40%. Ausgehend von einem zu erwartenden Umsatzrückgang von 10% in den betreffenden Aktien, ergeben sich für die drei Szenarien folgende geschätzte Einbußen für die Gesamtheit der österreichischen Banken aus Provisionseinnahmen: Niedriges Szenario: 12.65 Mio. EUR, mittleres Szenario: 25.30 Mio. EUR, hohes Szenario: 50.60 Mio. EUR. Ob diese Einbußen in irgendeiner Form auf die Kunden durch Gebührenerhöhungen überwältigt werden oder in anderer Form ausgeglichen werden, kann ex ante nicht vorhergesagt werden, weil dies sehr stark von der jeweiligen Wettbewerbssituation abhängen wird.

⁷³ Sehr häufig werden in den Jahresabschlüssen die Provisionserträge nicht weiter aufgeschlüsselt, dh neben den Wertpapiertransaktionen, sind hier auch noch die Devisentransaktionen und vor allem auch die Kontoführungsprovisionen des Zahlungsverkehrs subsumiert.

⁷⁴ Vgl.

<https://www.oenb.at/Statistik/StandardisierteTabellen/Finanzinstitutionen/Kreditinstitute/Ertragslage.html>.

Zusammenfassend kann folgendes festgehalten werden:

- Die Kosten für die Einhebung der FTT wird de facto von den depotführenden Banken zu tragen sein.
- Wir schätzen, dass die einmaligen Implementierungskosten 15.34 Mio. EUR und die jährlichen laufenden Kosten 2.53 Mio. EUR für die Gesamtheit der Banken betragen werden.
- Die Kosten können sehr leicht von den Banken in Form höherer Depotgebühren überwältzt werden.
- Eine sehr grobe – auf zusätzlichen subjektiven Annahmen beruhende – Schätzung der durch den zu erwartenden Umsatzrückgang in den besteuerten Aktien hervorgerufenen Einbußen in Provisionseinnahmen ergibt eine Bandbreite von 12.65 Mio. EUR bis 50.60 Mio. EUR pro Jahr.
- Die Banken werden durch zu erwartende Einbußen im Underwriting-Geschäft und durch die Steuerbelastung des Nostrohandels noch zusätzliche Kosten zu tragen haben, die wir allerdings als eher gering einschätzen.
- Angesichts des sehr geringen zu erwartenden Steueraufkommens sind diese Auswirkungen als nicht vernachlässigbar einzustufen. Dies vor allem angesichts der Tatsache, dass die Kreditwirtschaft ohnehin in den letzten Jahren eine nahezu exponentielle Zunahme an neuen regulatorischen Vorschriften umzusetzen hatte und deren administrative Kosten zu tragen hat.

8 Finanzwirtschaftliche Aspekte: Auswirkung auf die Wiener Börse

In diesem Abschnitt soll noch auf die Auswirkungen einer Einführung der FTT auf die Wiener Börse und auf den Finanzplatz Wien generell eingegangen werden. Die Wiener Börse ist in Europa einer der kleineren Handelsplätze mit regionaler Bedeutung. Blickt man zunächst nur auf das Segment des Aktienhandels am Standort Wien⁷⁵, dann sieht man, dass sowohl die Marktkapitalisierung mit etwa 102 Mrd. EUR und vor allem die Börseumsätze mit etwa 5.87 Mrd. EUR pro Monat im europäischen Vergleich eher unbedeutend sind⁷⁶⁷⁷.

Die Einführung der FTT kann für die Wiener Börse auf folgenden Ebenen Auswirkungen haben:

- Ertragseinbußen durch Umsatzrückgänge
- Ertragseinbußen durch Delistings
- Opportunitätsverluste durch nicht stattfindende Listings

Unterstellt man einen Umsatzrückgang von 10%, wie er in Frankreich nach Einführung zu beobachten war, erscheint der erste Effekt leicht zu beziffern und für die Wiener Börse als Unternehmen nicht existenzbedrohend zu sein. Es sind allerdings die beiden anderen Effekte, die einerseits sehr schwer einzuschätzen sind, aber andererseits letztendlich den ersten Effekt extrem verstärken können. Wir gehen nicht davon aus, dass Unternehmen, die ihren Sitz in Österreich haben, diesen ins Ausland verlegen, nur um diese Steuer zu vermeiden. Es könnte aber durchaus ein stärkerer Rückgang in der Marktliquidität viele Unternehmen dazu bringen, solche Überlegungen anzustellen. Es könnten aber vor allem auch noch nicht in Österreich gelistete Unternehmen, die potenzielles Interesse an einem Listing in Wien hätten, einen anderen Marktplatz vorziehen.

Ein weiterer entscheidender Faktor, der die Wiener Börse auszeichnet, ist der mit 76.5% hohe Anteil an ausländischen Investoren⁷⁸. Genau dieser Umstand scheint aus unserer Sicht ein großer Risikofaktor bei der Einführung der FTT zu sein. Wenn sich ein größerer Teil der ausländischen Investoren dazu entschließen sollte sich generell von der Wiener Börse und aus Österreich zurückzuziehen, hätte das fatale Auswirkungen für die Wiener Börse und den gesamten Finanzplatz. Ob und in welchem Ausmaß

⁷⁵ Die Beteiligungen und Kooperationen in Mittel- und Osteuropa bleiben hier ausgeblendet. Sie sind zwar für das Unternehmen Wiener Börse AG von betriebswirtschaftlicher Bedeutung, aber in dieser Analyse steht der Handelsplatz für österreichische Aktien in Österreich im Mittelpunkt.

⁷⁶ Vgl. *Wiener Börse – Zahlen und Fakten*, Oktober 2019, <https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/ueber-uns/wiener-boerse-zahlen-und-fakten.pdf>.

⁷⁷ Die durchschnittlichen Monatsumsätze der Deutschen Börse betragen im Vergleich etwa 95 Mrd. EUR bei einer Marktkapitalisierung allein der 30 DAX-Werte von 1150 Mrd. EUR (vgl. <https://www.deutsche-boerse-cash-market.com/dbcm-de/instrumente-statistiken/statistiken/kassamarktstatistiken/monatsstatistiken-kassamarkt>).

⁷⁸ Vgl. <https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/ueber-uns/wiener-boerse-zahlen-und-fakten.pdf>.

das der Fall sein wird, ist sehr schwer abzuschätzen. Es wird vor allem davon abhängen, was die vorrangigen Motive für ausländische Investoren sind, sich in Österreich zu engagieren. Idealtypische eher langfristig orientierte Investoren werden zwar als Ausgleich für die Besteuerung wie in Kapitel 6 diskutiert höhere Renditeforderungen stellen aber keinen generellen Abzug ihres Kapitals aus Österreich vornehmen. Idealtypische eher kurzfristig orientierte Investoren könnten sich allerdings überlegen, ob es nicht lohnender wäre ihre Aktivitäten in vergleichbaren Ländern zu entfalten, die keine FTT einführen (hier kämen einerseits die Niederlande, Dänemark, und Schweden sowie Tschechien in Frage). Dies wird umso wahrscheinlicher sein, je „entfernter“ diese Investoren im geografischen bzw institutionellen Sinne sind. Den größten Anteil an ausländischen Investoren stellen die USA mit 24.5%, gefolgt vom Vereinigten Königreich mit 16.7%. Betrachtet man Einzelinvestoren wird die Liste vom Norwegischen Staatsfonds angeführt, knapp gefolgt von Vanguard, Blackrock und Fidelity⁷⁹. Man könnte nun annehmen, dass der Norwegische Staatsfonds wahrscheinlich eher langfristig orientiert ist. Ob und inwieweit dies auch für die drei großen US-Investmentgesellschaften zutrifft, kann allerdings nicht beantwortet werden. Es besteht hier zumindest ein nicht vernachlässigbares Risiko, dass sich für die Beteiligungsstruktur und für die Handelsumsätze bedeutende Investoren zur Gänze aus Österreich zurückziehen⁸⁰.

Zusammenfassend kann Folgendes festgehalten werden:

- Da die FTT nur in zehn europäischen Ländern eingeführt werden soll, verliert die Wiener Börse und der Finanzplatz Wien tendenziell an Attraktivität.
- Als relativ kleiner, regionaler Marktplatz könnte die Auswirkung für die Wiener Börse vergleichsweise größer sein als für die Börsen der großen Länder.
- Der sehr große Anteil ausländischer Investoren am Wiener Börsegeschehen, vor allem von US-Wertpapierfirmen, erzeugt ein nicht vernachlässigbares Risiko, dass sich für die Beteiligungsstruktur und für die Handelsumsätze bedeutende Investoren zur Gänze aus Österreich zurückziehen.

⁷⁹ Vgl. <https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/ueber-uns/wiener-boerse-zahlen-und-fakten.pdf>.

⁸⁰ Man kann hier nicht unmittelbar vom Fall der französischen FTT auf Österreich schließen, weil Frankreich als strategisches Investitionsziel eine wesentlich größere Bedeutung hat als Österreich.

9 Zusammenfassende Analyse der Zielerreichung

In diesem abschließenden Abschnitt soll eine zusammenfassende Analyse der Erreichung der in die Einführung der FTT gesteckten Ziele erfolgen. Dazu werden wir die im vorliegenden Richtlinienvorschlag⁸¹ und in den entsprechenden Entschließungsanträgen an den österreichischen Nationalrat formulierten Ziele als Benchmark heranziehen.

Die im Richtlinienvorschlag genannten Ziele sind:

- (i) Sicherstellung der angemessenen Beteiligung der Finanzinstitute an den Kosten der Finanzkrise.
- (ii) Schaffung von Anreizregelungen, die der Effizienz der Finanzmärkte nicht förderliche Transaktionen unterbinden.
- (iii) Verhinderung von Wettbewerbsverzerrungen infolge einseitiger Steuerregelungen der Mitgliedstaaten.

Aus den Entschließungsanträgen an den österreichischen Nationalrat lassen sich noch folgende zusätzliche Schärfungen dieser Ziele ableiten:

- (iv) Verteuerung aller kurzfristig-spekulativen Transaktionen, insb mit Derivaten zur Stabilisierung der Finanzmärkte⁸².
- (v) Effektive Versteuerung von Finanzspekulationen zur Förderung der Realwirtschaft bzw Schritt „... weg von einer Spekulationswirtschaft und hin zu einer Stärkung der Realwirtschaft ...“⁸³.

Sicherstellung der angemessenen Beteiligung der Finanzinstitute an den Kosten der Finanzkrise.

Zunächst ist festzuhalten, dass durch die Ausrichtung der aktuellen FTT, ausschließlich Aktien zu besteuern, mehr als 99% des gesamten Finanzmarkts von der Steuer ausgenommen bleiben (siehe Kapitel 2). Allein dieser Umstand lässt darauf schließen, dass dieses Ziel nicht erreicht werden kann. Banken werden im aktuellen Vorschlag auch nicht direkt besteuert, sondern nur, wenn sie selbst Aktien erwerben. Nachdem Tätigkeiten als Market Maker von der Steuer ausgenommen sind, bleibt nur die Besteuerung des Nostrohandels (Eigenhandels) der Banken, wobei hier aber gerade der

⁸¹ Vorschlag für eine Richtlinie des Rates über das gemeinsame Finanztransaktionssteuersystem und zur Änderung der Richtlinie 2008/7/EG, 28. 9. 2011.

⁸² Vgl. Einführung einer Finanztransaktionssteuer, Entschließungsantrag 50/UEA.

⁸³ Maßnahmen zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer, Entschließungsantrag 1603/A(E).

Intradayhandel ebenfalls von der Steuer ausgenommen ist. Der Nostrohandel in Aktien der Banken hat in Österreich in den letzten Jahren stark an Bedeutung verloren, wodurch die Beteiligung der Banken am Steueraufkommen voraussichtlich vernachlässigbar ist.

Die Banken sind von der FTT hauptsächlich durch indirekte Kosten betroffen, wie zum Beispiel Einbußen bei Provisionserträgen durch einen allgemeinen Umsatzrückgang im Aktienhandel und vor allem durch die Kosten der Einhebung der Steuer. Hierbei muss allerdings beachtet werden, dass einerseits die Banken die erhöhten Kosten leicht in Form von höheren Depotgebühren auf die Kunden überwälzen können und andererseits höhere Kosten für die Banken noch nicht zwingend zu einer Beteiligung dieser an den Folgekosten der Krise führen, da diese Kosten nicht zu mehr Einnahmen für den Staat führen und diesem dadurch auch nicht mehr Geld zur Krisenbekämpfung oder ähnliches zur Verfügung steht (siehe Kapitel 7).

Wir nehmen an, dass unter dem Begriff „angemessene Beteiligung“ im Richtlinienvorschlag eine materiell substanzielle Beteiligung der Banken gemeint ist. Wir halten daher fest, dass die Beteiligung der Banken am Steueraufkommen verschwindend klein sein wird und daher dieses Ziel nicht erreicht wird.

Schaffung von Anreizregelungen, die der Effizienz der Finanzmärkte nicht förderliche Transaktionen unterbinden.

Zunächst gehen wir davon aus, dass der Richtlinienvorschlag mit „der Effizienz der Finanzmärkte nicht förderlichen Transaktionen“ in erster Linie sehr kurzfristige Transaktionen und Derivattransaktionen (sofern sie nicht reinen Absicherungszwecken dienen) meint⁸⁴. Dem stellen wir folgende Anreizwirkungen des aktuellen Vorschlags gegenüber:

- Intradayhandel ist von der Steuer ausgenommen und wird daher bevorzugt.
- Derivatehandel ist von der Steuer ausgenommen und wird daher bevorzugt.
- Handel in Fremdkapalinstrumenten ist von der Steuer ausgenommen und wird daher bevorzugt.

Allein die Tatsache, dass Intradayhandel und Derivatehandel von der Steuer ausgenommen sind, schafft Anreizwirkungen, die offenbar diametral zu diesem im Richtlinienvorschlag vorgegebenen Ziel stehen. Wie in Kapiteln 3, 4 und 5 dargelegt, hätte die FTT ganz generell für die Effizienz der Preisbildung auf den Finanzmärkten auch ohne diese Ausnahmen unabsehbare Auswirkungen, die in

⁸⁴ Wir verweisen nochmals auf den Umstand, dass die Annahme, dass diese Arten von Transaktionen der Effizienz der Finanzmärkte generell nicht förderlich sind, wissenschaftlich sehr umstritten ist.

beide Richtungen gehen können. Wenn von der FTT erwartet wird, dass sie die Liquidität im Handel reduziert, hätte das daher nur dann eine positive Auswirkung auf die Effizienz, wenn es vor Einführung der Steuer ein „Zuviel“ an Liquidität gegeben hätte. Es ist daher zu befürchten, dass im bereits jetzt vergleichsweise illiquiden österreichischen Aktienmarkt die Einführung der FTT die Effizienz der Preisbildung negativ beeinflusst.

Zusätzlich merken wir an, dass die Einführung der FTT für Unternehmen einen zusätzlichen Anreiz schafft, sich mit Fremdkapital statt Eigenkapital zu finanzieren (siehe Kapitel 6). Dies hat zwar keine direkte Auswirkung auf die Effizienz der Preisbildung, wirkt aber generell risikoe erhöhend und damit tendenziell destabilisierend.

Zusammenfassend können wir hier festhalten, dass dieses Ziel eindeutig nicht erreicht wird. Man kann sogar von diesem Ziel entgegengesetzten Effekten ausgehen.

Verhinderung von Wettbewerbsverzerrungen infolge einseitiger Steuerregelungen der Mitgliedstaaten.

Dieses Ziel wird durch die Tatsache, dass die FTT nur von zehn Mitgliedsstaaten eingeführt werden soll, ganz klar nicht erreicht.

Verteuerung aller kurzfristig-spekulativen Transaktionen, insb mit Derivaten zur Stabilisierung der Finanzmärkte.

Dieses Ziel wird durch die Tatsache, dass Intradayhandel und Derivatehandel von der Steuer ausgenommen sind, ganz klar nicht erreicht. Es ist sogar von einer Zunahme des Anteils an synthetischen Finanzprodukten (das sind Derivate) zur Steuervermeidung auszugehen.

Effektive Besteuerung von Finanzspekulationen zur Förderung der Realwirtschaft bzw Schritt „... weg von einer Spekulationswirtschaft und hin zu einer Stärkung der Realwirtschaft ...“.

Wie in Kapitel 6 gezeigt wurde, erhöht die FTT die Kapitalkosten der betroffenen Unternehmen und hat somit direkt eine negative Wirkung auf die Realwirtschaft, da diese Kosten von den Unternehmen durch eine Kombination aus Preissteigerungen und/oder Kosteneinsparungen weitergeben werden müssen. Zusätzlich wird durch die FTT das Eigenkapital gegenüber dem Fremdkapital asymmetrisch benachteiligt, was wiederum negative Effekte für die Realwirtschaft bedeutet. Zusätzlich ist auch hier

anzuführen, dass die FTT durch die Ausnahme für Intradayhandel und Derivatehandel genau jene Teile des Finanzmarktes bevorzugt, die man gemeinhin der „Spekulationswirtschaft“ zurechnen würde.

Dieses Ziel wird ganz klar nicht erreicht. Es ist sogar von einer Schwächung der Realwirtschaft im Vergleich zur „Spekulationswirtschaft“ auszugehen.

Zusammenfassend lässt sich somit sagen, dass von den im Richtlinienentwurf und in den Entschließungsanträgen genannten Ziele **keines** erreicht wird und in vier von fünf Zielen sogar von diesen Zielen widersprechenden Effekten auszugehen ist.

10 Executive Summary

Das Gutachten behandelt Fragen zu allen finanzwirtschaftlichen Aspekten im Zusammenhang mit dem aktuellen Vorschlag zur Einführung der FTT und analysiert die Erreichung der in die Einführung der FTT gesteckten Ziele. Dazu haben wir die im vorliegenden Richtlinienvorschlag und in den entsprechenden Entschließungsanträgen an den österreichischen Nationalrat formulierten Ziele als Benchmark herangezogen.

Zusammenfassend lässt sich vorausschicken, dass von den im Richtlinienentwurf und in den Entschließungsanträgen an den österreichischen Nationalrat genannten Ziele **keines** erreicht wird und in vier von fünf Zielen sogar von diesen Zielen widersprechenden Effekten auszugehen ist.

- Eine **Sicherstellung der angemessenen Beteiligung der Finanzinstitute an den Kosten der Finanzkrise** wird nicht erreicht. Durch die Einschränkung auf Aktientransaktionen bleiben mehr als 99% aller Finanztransaktionen von der Steuer ausgenommen. Auch werden die Banken nicht direkt besteuert, sondern nur dann, wenn sie selbst Aktien erwerben. Es ist ein nur vernachlässigbarer Anteil der Banken am geschätzten Steueraufkommen von 33 Mio. EUR pro Jahr zu erwarten.
- **Schaffung von Anreizregelungen, die der Effizienz der Finanzmärkte nicht förderliche Transaktionen unterbinden.** Durch die Ausnahme des gesamten Derivatehandels und des Handels in Fremdkapitalinstrumenten – noch verstärkt durch die Ausnahme des Intradayhandels – werden Anreize in die gegenteilige Richtung geschaffen.
- **Verhinderung von Wettbewerbsverzerrungen infolge einseitiger Steuerregelungen der Mitgliedstaaten.** Durch die geplante Einführung in nur zehn Mitgliedsstaaten ist eine Wettbewerbsverzerrung nicht zu verhindern.
- **Verteuerung aller kurzfristig-spekulativen Transaktionen, insbesondere mit Derivaten zur Stabilisierung der Finanzmärkte.** Genau diese Transaktionen sind von der Steuer ausgenommen und werden vergleichsweise dadurch billiger.
- **Effektive Versteuerung von Finanzspekulationen zur Förderung der Realwirtschaft und Schritt „... weg von einer Spekulationswirtschaft und hin zu einer Stärkung der Realwirtschaft ...“.** Die durch die FTT steigenden Eigenkapitalkosten schaden eindeutig der Realwirtschaft. Durch die Ausnahmen von Derivatehandel und Intradayhandel wird die „Spekulationswirtschaft“ tendenziell gefördert.

Zu den einzelnen finanzwirtschaftlichen Aspekten sind folgende Ergebnisse hervorzuheben:

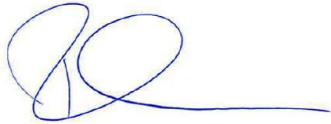
- Eine Vorhersage der Auswirkungen der aktuelle vorgeschlagenen FTT auf die **Effizienz der Preisbildung** ist weder auf Basis rein theoretischer Überlegungen noch anhand empirischer Beobachtungen eindeutig möglich. Es ist aus theoretischer Sicht durchaus denkbar, dass die Einführung der FTT in einem Land einen positiven Effekt hat, in einem anderen Land hingegen einen negativen Effekt. Konkret ist zu befürchten, dass die Einführung der FTT in Österreich aber aufgrund der niedrigeren Ausgangsliquidität des Aktienmarkts einen stark negativen Effekt haben könnte.
- Es ist aus theoretischen Überlegungen und aufgrund empirischer Beobachtungen für Österreich eher eine **Erhöhung der Marktvolatilität** – auf jeden Fall aber kein Rückgang - zu erwarten.
- Die FTT führt zu einer **Erhöhung der Eigenkapitalkosten der betroffenen Unternehmen** in unterschiedlichem Ausmaß. Für die VOESTALPINE wäre der Effekt am größten.
- Die erhöhten Eigenkapitalkosten müssen von den Unternehmen durch eine Kombination aus **Preissteigerungen** und/oder **Kosteneinsparungen** weitergegeben werden.
- Preissteigerungen können in Situationen mit sehr schwachem Wettbewerb teilweise **an die Kunden weitergegeben** werden. Dies wäre am ehesten im Bereich Energie und Finanzdienstleistungen zu erwarten.
- In Situationen mit stärkerem Wettbewerb könnte es zu **Verlusten an Marktanteilen** für die betroffenen Unternehmen kommen. Aufgrund der großen ökonomischen Bedeutung und des hohen Anteils an inländischer Beschäftigung bei den besonders betroffenen Unternehmen geht davon ein großes Gefahrenpotenzial aus.
- Regulierte Preise in den Bereichen Strom, Gas, Autobahnmaut, Telekomgebühren, Rundfunk und Fernsehen werden anhand von gesetzlich vorgegebenen Regularien berechnet, in die die Kapitalkosten, die aus den Marktdurchschnitten ermittelt werden, einfließen. Die Einführung der FTT könnte dadurch zu einer merklichen **Erhöhung dieser regulierten Preise** führen.
- Die in Österreich im internationalen Vergleich sehr **hohe steuerliche Begünstigung von Fremdkapital gegenüber Eigenkapital** wird noch weiter verstärkt.
- Durch die höheren Eigenkapitalkosten **erhöht sich der optimale Verschuldungsgrad** der betroffenen Unternehmen und führt entweder zu einer **Zunahme der Insolvenzwahrscheinlichkeiten** (senkt die Finanzmarktstabilität) oder zu einem **Rückgang der Bereitschaft für risikoreiche Investitionen** (schadet der Volkswirtschaft).
- Durch Vermeidungsstrategien mit Hilfe von synthetischen Finanzmarktprodukten entsteht **zusätzliches systemisches Risiko**.

- Die Kosten für die Einhebung der FTT wird de facto von den depotführenden Banken zu tragen sein. Wir schätzen, dass die **einmaligen Implementierungskosten 15.34 Mio. EUR** und die **jährlichen laufenden Kosten 2.53 Mio. EUR** für die **Gesamtheit der Banken** betragen werden. Diese Kosten können sehr leicht von den Banken in Form **höherer Depotgebühren** überwältzt werden.
- Eine sehr grobe Schätzung der durch den zu erwartenden Umsatzrückgang in den besteuerten Aktien hervorgerufenen **Einbußen in Provisionseinnahmen** ergibt eine **Bandbreite von 12.65 Mio. EUR bis 50.60 Mio. EUR** pro Jahr. Angesichts des sehr geringen zu erwartenden Steueraufkommens und der Tatsache, dass die Kreditwirtschaft ohnehin in den letzten Jahren eine nahezu exponentielle Zunahme an neuen regulatorischen Vorschriften umzusetzen und deren administrative Kosten zu tragen hatte, ist dieser Effekt negativ zu beurteilen.
- Da die FTT nur in zehn europäischen Ländern eingeführt werden soll, **verliert die Wiener Börse** und der Finanzplatz Wien **tendenziell an Attraktivität**. Als relativ kleiner, regionaler Marktplatz könnte die Auswirkung für die Wiener Börse vergleichsweise größer sein als für die Börsen der großen Länder.
- Der **sehr große Anteil ausländischer Investoren** am Wiener Börsegeschehen, vor allem von US-Wertpapierfirmen, erzeugt ein nicht vernachlässigbares Risiko, dass sich für die Beteiligungsstruktur und für die Handelsumsätze **bedeutende Investoren zur Gänze aus Österreich zurückziehen**.

Aus unserer Sicht ist die Einführung der vorgeschlagenen FTT für Österreich eindeutig abzulehnen. Es ist davon auszugehen, dass keines der vorgegebenen Ziele erreicht wird, es ist sogar von den diesen Zielen widersprechenden Effekten auszugehen. Es gibt eine Vielzahl weiterer zu erwartender negativer Effekte und Gefahren, denen gegenüber kein einziger Effekt identifiziert werden konnte, der eindeutig für die Einführung der FTT spricht.

11 Zeichnung des Gutachtens

Wien, 11. Dezember 2019

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized, cursive 'S' followed by a horizontal line extending to the right.

Univ.-Prof. Mag. Dr. Stefan Pichler

Referenzliste:

- Alt, R., Berra, H., Helmenstein, C., *Auswirkungen einer Wiedereinführung der Börsenumsatzsteuer*, Research Report, *Economica*, 2010
- Amihud, Y., *Illiquidity and stock returns: cross-section and time series effects*, *Journal of Financial Markets*, S. 31-56, 2002
- Baltagi, B., Li, D., Li, Q., *Transaction tax and stock market behavior: evidence from an emerging market*, *Empirical Economics*, S. 393-408, 2006
- Bank for International Settlements, *Exchange traded derivatives statistics, OTC derivatives Triennial Survey, Debt security statistics*, <https://www.bis.org/statistics/index.htm>, Zugriff: 28.10.2019
- Becchetti, L., Ferrari, M., und Trenta, U., *The impact of the French Tobin tax*, *Journal of Financial Stability*, S. 127-148, 2014
- Bertl, R., *Basiszins und Marktrisikoprämie*, *Die Wirtschaftsprüfung (WPg)* (13), S. 805, 2018
- Black, F., *Noise*, *Journal of Finance*, S.529-543, 1986
- Bloomfield, R., O'Hara, M., und Saar, G., *How noise trading affects markets: an experimental analysis*, *Review of Financial Studies*, S. 2275-2302, 2009
- Buchanan, M., *Impact of French Financial Transaction Tax*, *Credit Suisse Market Commentary*, 2013
- Capelle-Blancard, G., *The Financial Transaction Tax: A Really Good Idea*, AMF, 2018
- Capelle-Blancard, G. und Havrylchuk, O., *The impact of the French securities transaction tax on market liquidity and volatility*, *International Review of Financial Analysis*, S. 166-178, 2016
- Colliard, J. E., und Hoffmann, P., *Financial Transaction Taxes, Market Composition, and Liquidity*, *The Journal of Finance*, S. 2685-2715, 2017
- De Long, J.B., Shleifer, A., Summers, L. H., und Waldmann, R. J., *Noise Trader Risk in Financial Markets*, *Journal of Political Economy*, S.703-738, 1990
- Demary, M., *Who Does a Currency Transaction Tax Harm More: Short-Term Speculators or Long-Term Investors*, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, S. 228-250, 2008
- DGFiP, *French Financial Transaction Tax*, 2018
- DuPont, D. Y., und Lee, G. S., *Effects of Securities Transaction Taxes on Depth and Bid-Ask Spread*, *Economic Theory*, S. 393-400, 2007
- Energie-Control Austria, *Regulierungssystematik für die vierte Regulierungsperiode der Stromverteilernetzbetreiber 1. Jänner 2019 – 31. Dezember 2023*, 2018
- European Commission, DG Taxation and Customs Union, *Revised Estimation for the FTT*, 2019

- Europäische Kommission, *Did the new French tax on financial transactions influence trading volumes, price levels and/or volatility on the taxed market segment? - A trend analysis* - https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/docs/body/effect_french_ftt.pdf
- Easley, D., Hvidkjaer, S. und O'Hara, M., *Is Information Risk a Determinant of Asset Returns?*, *The Journal of Finance*, S. 2185-2221, 2002
- Easley, D., López de Prado, M.M. und O'Hara, M., *The Microstructure of the "Flash Crash": Flow Toxicity, Liquidity Crashes, and the Probability of Informed Trading*, *The Journal of Portfolio Management*, S. 118-128, 2011
- EY Report to the European Commission, *FTT – Collection methods and data requirements*, 2014
- Fama, E. F., *The Behavior of Stock Market Prices*, *Journal of Business*, S. 34-105, 1965
- Financial Stability Board, *Potential Financial Stability Issues Arising From Recent Trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)*, 2011
- Friedman, M., *The Case of Flexible Exchange Rates*, University of Chicago Press, 1953
- Gomber, P., Haferkorn, M., und Zimmermann, K., *Securities transaction tax and market quality—The case of France*, *European Financial Management*, S. 313-337, 2016
- Haberer, M., *Might a Securities Transaction Tax Mitigate Excess Volatility? Some Evidence from the Literature*, CoFE Discussion Paper 04-06, 2004
- Hawkins, M., und McCrae, J., *Stamp duty on share transactions: is there a case for change?*, *The Institute for Fiscal Studies Commentary* 89, 2002
- Hu, S., *The effects of the stock transaction tax on the stock market – Experiences from Asian markets*, *Pacific-Basin Finance Journal*, 1998
- Jankowitsch, R., Nashikkar, A., und Subrahmanyam, M. G., *Price dispersion in OTC markets: A new measure of liquidity*, *Journal of Banking & Finance*, S. 343-357, 2011
- Jones, C., Seguin, P., *Transaction Costs and Price Volatility: Evidence from Commission Deregulation*, *American Economic Review*, S. 728-737, 1997
- Keynes, M., *General Theory of Employment, Interest Rates and Money*, New York: Harcourt Brace & World, 1936
- Kupiec, P., *Noise Traders, Excess Volatility, and a Securities Transaction Tax*, *Journal of Financial Services Research*, S. 115-129, 1996
- Lendvai, J., Raciborski, R., und Vogel, L., *Securities Transaction Taxes: Macroeconomic Implications in a General Equilibrium Model*, Europäische Kommission, 2012
- Liu, S., *Securities Transaction Tax and Market Efficiency: Evidence from the Japanese Experience*, *Journal of Financial Services Research*, S. 161-176, 2007

- Matheson, T., *Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence*, IMF Working Paper, 2011
- McCulloch, N., Pacillo, G., *The Tobin Tax – A Review of the Evidence*, University Sussex, 2011
- Meyer, S., Wagener, M., und Weinhardt, C., *Politically motivated taxes in financial markets: The case of the French financial transaction tax*, Journal of Financial Services Research, S. 177–202, 2015
- Pekanov., A. und Schratzenstaller, M., *Evaluating the Revenues from a Financial Transaction Tax in 10 EU Member States through Enhanced Cooperation*, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, 2018
- Pekanov., A. und Schratzenstaller, M., *A Global Financial Transaction Tax – theory, practice and potential revenues*, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, 2019
- Pellizzari, P., Westerhoff, F., *Some effects of transaction taxes under different microstructures*, Journal of Economic Behavior & Organization, S. 850-863, 2009
- Roll, R., *A simple implicit measure of the effective bid-ask spread in an efficient market*, Journal of Finance, S. 1127-1139, 1984
- Pomeranets, A., & Weaver, D., *Securities Transaction Taxes and Market Quality*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, S. 455-484, 2018
- van Pottelsberghe de la Potterie, B. und Romain, A., *The Economic Impact of Venture Capital*, Discussion Paper Series 1 No. 2004 18, Deutsche Bundesbank, 2004
- Phylaktis, K., Aristidou, A., *Security transaction taxes and financial volatility: Athens stock exchange*, Applied Financial Economics, S. 1455-1467, 2007
- Samila, S. und Sorenson, O., *Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth*, Review of Economics and Statistics, 2011
- Saporta, V., Kan, Kamhon, *The effect of Stamp Duty on the Level and Volatility of Equity Prices*, Bank of England (Workign paper, No.71), 1997
- Schulmeister, S. und Sokoll, E., *Implementation of a Financial Transaction Tax by a Group of EU Member States*, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, 2013
- Schwert, W., Seguin, P., *Securities transaction taxes: an overview of costs, benefits and unresolved questions*, Financial Analyst Journal 49, 27-35; 1993
- Shiller, R., *Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?*, American Economic Review, 71(3), S. 421-436, 1981
- Song, T., Zhang, J., *Securities Transaction Tax and Market Volatility*, The Economic Journal, S. 1103-1120, 2005
- Sramko, F., *The impact of Securities Transaction Tax on market quality: Evidence from France and Italy*, International Journal of Economic Sciences, S. 52-93, 2015

- Stiglitz, J., *Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading*, Journal of Financial Services Research, S. 101-115, 1989
- Summers, L., und Summers, V., *When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transaction Tax*, Journal of Financial Services Research, S. 261-286, 1989
- Tobin, J., *Proposal for International Monetary Reform*, Eastern Economic Journal 4, S.153-159, 1978
- Tversky, A. und Kahneman, D., *Availability: A heuristic for judging frequency and probability*, Cognitive psychology, S. 207-232, 1973
- Umlauf, S., *Transaction taxes and the behavior of the Swedish stock market*, Journal of Financial Economics, S. 227-240, 1993
- Westerholm, J., *The Impact of Transaction Costs on Turnover, Asset Prices and Volatility: The Cases of Sweden and Finland's Security Transaction Tax Reductions*, Liiketaloudellinen aikakauskirja, S. 213–241, 2003
- Wiener Börse, *Monatsstatistik Dezember 2018*, 2018
- Wiener Börse – Zahlen und Fakten, Oktober 2019, <https://www.wienerborse.at/uploads/u/cms/files/ueber-uns/wiener-boerse-zahlen-und-fakten.pdf>
- World Federation of Exchanges, *2017 Full Year Market Highlights*, 2017
- World Federation of Exchanges, *2018 Full Year Market Highlights*, 2018
- World Federation of Exchanges database via Worldbank, <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.CD>, Zugriff: 28.10.2019
- ZEW, *The Effects of Tax Reforms to Address the Debt-Equity Bias on the Cost of Capital and on Effective Tax Rates*, Taxation Papers, No. 65, Centre for European Economic Research, European Commission, 2016

Anhang 1: Plausibilisierung der Berechnung des Steueraufkommens

Daten

Für die Plausibilisierung der Berechnung des Steueraufkommens wurden die in der untenstehenden Tabelle abgebildeten Daten verwendet.

Unternehmen	Marktkapitalisierung Dez 2018	Umsatz Wr. Börse Doublecount 2018	Geschätzter Umsatz an der Wr. Börse in %	Free Float
AGRANA BETEILIGUNGS-AG	1 003 572 954.56	285 676 059.46	47.23%	18.67%
AMAG AUSTRIA METALL AG	1 100 236 800.00	41 991 510.00	89.56%	9.49%
AMS AG	3 461 212 866.00			
ANDRITZ AG	4 172 480 000.00	4 022 774 712.66	28.83%	68.50%
BAWAG GROUP AG	3 584 000 000.00	1 336 298 190.40	24.23%	39.21%
CA IMMOBILIEN ANLAGEN AG	2 729 086 129.84	1 604 844 833.56	40.62%	62.97%
ERSTE GROUP BANK AG	12 485 690 000.00	13 193 328 367.88	27.61%	70.37%
EVN AG	2 262 870 297.16	360 259 444.96	44.15%	19.01%
FLUGHAFEN WIEN AG	2 898 000 000.00	115 956 152.70	33.55%	11.84%
IMMOFINANZ AG	2 342 582 122.10	2 093 239 992.32	46.58%	78.27%
KTM INDUSTRIES AG (Free Float Data from Annual Report 2018)	1 194 549 722.00	18 858 826.52		38.12%
LENZING AG	2 109 397 500.00	2 036 343 187.50	35.17%	50.00%
MAYR-MELNHOF KARTON AG	2 200 000 000.00	309 432 026.80	30.25%	41.00%
OBEBANK AG ST	2 901 195 540.00	173 729 171.20		25.31%
OESTERREICHISCHE POST AG	2 027 930 192.76	1 074 059 950.12	32.36%	47.15%
OMV AG	12 518 181 807.75	9 126 402 426.70	27.99%	43.60%
RAIFFEISEN BANK INTERNAT. AG	7 302 459 586.20	6 791 089 450.12	35.20%	41.19%
RHI MAGNESITA N.V.	2 268 000 330.48	363 146 161.40		
STRABAG SE	2 821 499 923.05	182 209 601.90	36.77%	15.55%
TELEKOM AUSTRIA AG	4 412 280 000.00	504 308 595.30	37.68%	19.68%
UNIQA INSURANCE GROUP AG	2 428 740 000.00	1 153 863 314.66	39.91%	37.49%
VERBUND AG KAT. A	6 339 502 466.64	3 802 996 061.68	31.09%	39.24%
VIENNA INSURANCE GROUP AG	2 595 840 000.00	1 059 724 015.04	33.76%	29.99%
VOESTALPINE AG	4 602 713 154.30	7 814 042 207.52	33.07%	62.78%
WIENERBERGER AG	2 115 481 752.00	2 335 375 386.04	30.43%	100.00%

Die ersten beiden Spalten stammen aus der von der Wiener Börse veröffentlichten Monatsstatistik Dezember 2018. Die dritte Spalte gibt an, wie viel Prozent des weltweiten Umsatzes in einer bestimmten Aktie an der Wiener Börse gehandelt werden. Diese Daten stammen von Bloomberg (siehe Abbildung unten). Die vierte Spalte zeigt wie viel Prozent der Aktien eines Unternehmens sich in Streubesitz befinden (Angabe von der Wiener Börse). Die Marktkapitalisierung der AMS AG stammt von der Website der Swiss Stock Exchange. Die KTM Industries AG notiert seit November 2016 nicht mehr an der Wiener Börse, wird allerdings noch am Standard Auction Market der Wiener Börse

Bloomberg

Market Share Analysis

Date: 1/12/2018 - 12/31/2018

Source: EQUITYINDEXDATA:PRIME

Name: ATXPRIME

Number of Securities: 39

Currency: EUR

Fragmented Stocks	Bloomberg Fragmentation Score	Total OTC	Venma	Choe CXE Equities	Choe BXE Europe	Turquoise
EBS AV Equity	0.809	39.86%	27.61%	11.36%	9.16%	5.08%
SBO AV Equity	0.805	42.59%	30.96%	9.71%	5.96%	4.35%
SPI AV Equity	0.786	51.89%	38.19%	3.88%	2.98%	0.90%
DOC AV Equity	0.780	34.63%	38.07%	4.43%	4.33%	2.30%
REI AV Equity	0.778	37.77%	35.20%	11.15%	4.78%	4.78%
BG AV Equity	0.767	46.92%	24.23%	8.07%	8.76%	4.58%
VOE AV Equity	0.765	42.49%	33.07%	11.06%	7.01%	3.72%
LNZ AV Equity	0.758	42.84%	35.17%	6.42%	6.68%	3.99%
WIE AV Equity	0.754	44.14%	30.43%	9.88%	7.62%	3.42%
ANDR AV Equity	0.749	46.83%	28.83%	9.06%	8.01%	3.83%
OMV AV Equity	0.744	51.32%	27.99%	9.38%	8.01%	2.92%
TKA AV Equity	0.740	41.55%	37.69%	7.14%	6.75%	2.95%
MNKA AV Equity	0.739	46.71%	30.25%	5.14%	3.85%	2.00%
CAI AV Equity	0.737	37.46%	40.62%	7.73%	3.60%	3.80%
ATS AV Equity	0.724	27.15%	49.63%	4.87%	5.33%	1.53%
AGR AV Equity	0.717	36.08%	47.23%	5.45%	3.96%	2.84%
ZAG AV Equity	0.716	41.79%	41.75%	5.26%	4.34%	2.97%
IIA AV Equity	0.715	46.58%	46.58%	5.95%	5.02%	3.30%
PAL AV Equity	0.714	30.30%	53.52%	5.22%	4.57%	2.05%
ROS AV Equity	0.712	48.19%	31.09%	8.47%	2.69%	0.51%
VER AV Equity	0.708	28.62%	50.04%	5.18%	4.94%	1.25%
FACC AV Equity	0.707	32.50%	51.80%	3.52%	1.40%	2.46%
KTCG AV Equity	0.701	13.93%	47.10%	5.60%	4.83%	2.94%
VLA AV Equity	0.698	47.10%	33.76%	5.61%	4.83%	2.07%
VIG AV Equity	0.697	52.88%	37.26%	2.37%	2.11%	1.33%
SEM AV Equity	0.695	42.83%	39.91%	6.24%	4.93%	2.75%
UOA AV Equity	0.694	50.88%	32.35%	4.65%	5.18%	1.92%
POST AV Equity	0.693	42.15%	44.15%	4.08%	5.12%	2.05%
EUN AV Equity	0.689	34.22%	49.55%	3.62%	4.36%	2.14%
FOS AV Equity	0.684	27.29%	55.45%	3.18%	2.08%	1.18%
PTT AV Equity	0.681	62.15%	36.77%	3.30%	2.17%	1.99%
STR AV Equity	0.616	38.30%	33.55%	1.29%	1.97%	1.57%
FLU AV Equity	0.629	8.08%	69.63%	0.53%	0.21%	0.51%
WXF AV Equity	0.397	14.25%	78.53%	1.48%	1.75%	1.20%
UBS AV Equity	0.210	3.10%	89.56%	0.78%	3.61%	0.59%

Bloomberg Fragmentation Score Calculation
 The Bloomberg Fragmentation Score (BFS) is a measure of how fragmented the trading of the equities in your list is across competing exchanges and alternative venues. The Score is calculated as 1 - Normalized Herfindahl-Hirschman (HHI) Index for market shares (by volume or value traded) of the competing trading venues. The Score ranges from 0-1 with a high score indicating a stock trades on many venues and a low score indicating a stock trades on relatively few venues.

This report may not be modified or altered in any way. The BLOOMBERG PROFESSIONAL service and BLOOMBERG Data are owned and distributed locally by Bloomberg Finance LP ("BFLP") and its subsidiaries in all jurisdictions other than Argentina, Bermuda, China, India, Japan and Korea (the "BFLP Countries"). BFLP is a wholly-owned subsidiary of Bloomberg LP ("BLP"). BLP provides BFLP with all the global marketing and operational support and service for the Services and distributes the Services either directly or through a non-BFLP subsidiary in the BLP Countries. BFLP, BLP and their affiliates do not provide investment advice, and nothing herein shall constitute an offer of financial instrument of BFLP, BLP or their affiliates.

Methodik

Es wird angenommen, dass sich das Handelsvolumen nach der Einführung der FTT wie in Frankreich um 10% verringert. Darüber hinaus wird davon ausgegangen, dass ein gewisser Prozentsatz der Steuern durch Vermeidungs- oder Umgehungseffekte nicht gezahlt wird (*Evasion Effect*). Wenn man den von der Europäischen Kommission geschätzten Wert von 33 Mio. EUR als gegeben unterstellt, ergibt sich daraus ein impliziter Prozentsatz für die Evasion von ca. 75%. Da ein nicht unbeachtlicher Teil aller Transaktionen in österreichischen Aktien nicht an der Wiener Börse sondern Over The Counter gehandelt wird, teilweise auch in Dark Pools und somit schwer nachvollziehbar ist, kann man davon ausgehen, dass auf einen großen Anteil dieser Transaktionen keine FTT abgeführt wird. Des Weiteren haben wir in den uns vorliegenden Daten keine Angaben über den Anteil des Intraday-Tradings, das außerhalb des Market Makings stattfindet. Auch dieser Effekt ist in diesen Prozentsatz für die Evasion einzurechnen. In Summe halten wir den Wert von 75% daher für plausibel.

Es soll anhand des Beispiels OMV AG gezeigt werden, wie die Berechnungen des Steueraufkommens auf Unternehmensebene durchgeführt wurden.

Der Jahresumsatz der OMV Aktie an der Wiener Börse betrug

$$\frac{€ 9 126 402 426.70}{2} = € 4 563 201 213.35.$$

Dies impliziert einen weltweiten Jahresumsatz von

$$\frac{€ 4 563 201 213.35}{0.2799} = € 16 302 969 679.71.$$

Zieht man hiervon das Market Making, den 10% Fall im Handelsvolumen und 75% für Evasion ab, erhält man

$$€ 16 302 969 679.71 (1 - 0.2192)(1 - 0.1)(1 - 0.75) = € 2 864 105 713.33.$$

Dies ist jener Umsatz für den tatsächlich FTT in Höhe 0.2% bezahlt wird und somit ergibt sich ein Steuerertrag für das Jahr 2018 in Höhe von

$$€ 2 864 105 713.33 * 0.002 = € 5 728 211.43.$$

Möchte man nun die Steuer auf eine einzelne OMV Aktie hinunterbrechen geht man wie folgt vor. Zuerst berechnet man sich die Anzahl der ausstehenden Aktien indem man die Marktkapitalisierung durch den Preis dividiert. Der Preis einer OMV Aktie betrug im Dezember 2018 €38.25.⁸⁵

$$\frac{€ 12 518 181 807.75}{€ 38.25} = 327 272 727 \text{ Aktien}$$

Betroffen von der Steuer sind aber nur jene Aktien die auch tatsächlich gehandelt werden, nämlich jene die im Streubesitz sind.

$$327 272 727 \text{ Aktien} * 0.4360 \approx 143 690 909 \text{ Aktien}$$

Um herauszufinden wie oft eine einzelne Aktie im Jahr 2018 gehandelt wurde, muss man zuerst wissen wie viele OMV Aktien 2018 tatsächlich gehandelt wurden. Die tatsächliche Anzahl an Transaktionen kann näherungsweise berechnet werden, in dem man den Umsatz durch den Preis dividiert:

$$\frac{€ 16 302 969 679.71}{€ 38.25} \approx 426 221 430 \text{ Aktientransaktionen}$$

Die Anzahl der Aktientransaktion auf die tatsächlich FTT bezahlt wurde, ist die Zahl aller Transaktion abzüglich des Market Making, Handelsvolumensverlust sowie Evasion:

$$\frac{€ 2 864 105 713.33}{€ 38.25} \approx 74 878 581 \text{ Aktientransaktionen}$$

Die bedeutet, dass eine einzelne, mit der FTT besteuerte, OMV Aktie im Schnitt 0.52-mal im Jahr 2018 gehandelt wurde.

$$\frac{74 878 581 \text{ Aktientransaktionen}}{143 690 909 \text{ Aktien}} \approx 0.52$$

Weiter kann man daraus schließen, dass auf eine einzelne OMV Aktie im Jahr 2018 € 0.02 an FTT angefallen ist.

$$\frac{€ 5 728 211.43}{143 690 909 \text{ Aktien}} = 0.04 \text{ €/Aktie}$$

Relativ zum Aktienkurs bedeutet das, dass im Jahr 2018 auf eine einzelne OMV Aktie 0.11% an FTT gezahlt wurde:

$$\frac{0.04}{38.25} = 0.105\%$$

⁸⁵ Die Aktienpreise sind ebenfalls in den Monatsstatistiken der Wiener Börse enthalten.

Führt man diese Berechnungen für alle Unternehmen durch und summiert das Steueraufkommen auf, erhält man ein geschätztes FTT Aufkommen für das Jahr 2018 von € 33 544 636. Betrachtet man nur den Handel an der Wiener Börse abzüglich des Market Making, Handelsvolumensverlust und Steuerhinterziehung, erhält man ein FTT Aufkommen von € 10 408 024.

Anhang 2 Fallbeispiel: Strompreise

Der Strompreis in Österreich besteht aus mehreren Komponenten, dem Energiepreis, dem Netztarif und Steuern und Abgaben, wobei der Netztarif von der Energie-Control Austria festgelegt wird⁸⁶. Der Netztarif wiederum setzt sich aus Netznutzungsentgelt, Netzverlustentgelt und Entgelt für Messleistungen zusammen⁸⁷. Bei der Bestimmung dieser Entgelte muss die Energie-Control Austria sich am Elektrizitätswirtschafts- und –organisationsgesetz orientieren. Im 3. Hauptstück, Grundsätze der Kosten- und Mengenermittlung, steht in § 60. (1): „Finanzierungskosten haben die angemessenen Kosten für die Verzinsung von Eigen- und Fremdkapital zu umfassen, wobei die Verhältnisse des Kapitalmarktes und die Kosten für Ertragsteuern zu berücksichtigen sind. Geförderte Finanzierungen sind angemessen zu berücksichtigen.“⁸⁸ Das heißt ein Teil des Strompreises wird durch die Kapitalkosten der Netzbetreiber bestimmt. Die Energie-Control Austria verwendet für die Berechnung des Basisentgeltes an die Netzbetreiber eine Formel in die ein für die Regulierungsperiode fixierter Kapitalkostensatz einfließt⁸⁹. Für die Regulierungsperiode 2019 bis 2023 wurde dieser mit 4.88% bestimmt. Der verwendete Kapitalkostensatz setzt sich aus der gewichteten Summe von 60% Fremdkapitalkosten und 40% Eigenkapitalkosten zusammen. Die Eigenkapitalkosten werden mithilfe der Marktrisikoprämie bestimmt, die für die aktuelle Regulierungsperiode mit 5.00% festgelegt wurde. Der risikolose Zins wurde mit 1.87% und das verschuldete Beta mit 0.85 fixiert. Das ergibt einen Eigenkapitalkostensatz nach Steuern von 8.16%⁹⁰.

Wie oben erwähnt kann man davon ausgehen, dass die Eigenkapitalkosten der betroffenen Unternehmen im Schnitt um 0.0352% steigen werden. Die Marktkapitalisierung der im ATX gelisteten Unternehmen betrug Ende 2018 91.173 Milliarden Euro, die der im ATX gelisteten betroffenen Unternehmen 84.053 Milliarden Euro oder rund 92% der ATX Marktkapitalisierung⁹¹. Zur Bestimmung der Marktrisikoprämie benötigt man die von Investoren erwartete Marktrendite⁹². Da nun für 92% der Marktkapitalisierung höhere Kosten anfallen, wird die Renditeerwartung der Investoren für diese Unternehmen, und somit auch anteilmäßig für den Gesamtmarkt um 0.0324%, steigen. Dies impliziert

⁸⁶ Vgl. <https://www.e-control.at/konsumenten/strom/strompreis/preiszusammensetzung>

⁸⁷ Vgl. <https://www.e-control.at/konsumenten/strom/strompreis/preiszusammensetzung/netztarif>

⁸⁸ EIWOG 2010 Fassung vom 10.10.2019,

<https://www.ris.bka.gv.at/GeltendeFassung.wxe?Abfrage=Bundesnormen&Gesetzesnummer=20007045>

⁸⁹ Grundsätzlich wird eine effizienzabhängige Rendite berücksichtigt, diese geht allerdings von einem fixierten Kapitalkostensatz aus.

⁹⁰ Vgl. Energie-Control Austria, *Regulierungssystematik für die vierte Regulierungsperiode der Stromverteilernetzbetreiber 1. Jänner 2019 – 31. Dezember 2023*, 2018

⁹¹ Vgl. Wiener Börse, *Monatsstatistik Dezember 2018*, 2018

⁹² Vgl. Bertl, R., *Basiszins und Marktrisikoprämie*, Die Wirtschaftsprüfung (WPg) (13), S. 805, 2018

einen Anstieg des Eigenkapitalkostensatzes von 8.16% auf 8.19%⁹³. Für die kommende Regulierungsperiode würde das ceteris paribus einen Kapitalkostensatz von 4.90% bedeuten. Dadurch, dass die Kosten der Netzbetreiber in das Netznutzungsentgelt einfließen, bedeutet eine Erhöhung der Kapitalkosten auch eine Erhöhung des Strompreises allgemein.

⁹³ $\frac{1.87\% + 0.85(5\% + 0.0323\%)}{(1 - 0.25)} = 8.19\%$