

Ausschüttungspolitik, Kapitalertragsbesteuerung und Aktionärsvermögen unter der Abgeltungssteuer

Inauguraldissertation

zur Erlangung des akademischen Grades eines

Doktors der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät

der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel

vorgelegt von

Dipl.-Kfm. Nils Podlech

aus Hohenfelde

Kiel, 2013

Gedruckt mit Genehmigung der
Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel

Dekan: Prof. Horst Raff, Ph.D.

Erstberichterstattender: Prof. Dr. Peter Nippel

Zweitberichterstattender: Prof. Dr. Christian Blecher

Tag der Abgabe der Arbeit: 04.07.2013

Tag der mündlichen Prüfung: 08.11.2013

Vorwort

Diese Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Finanzwirtschaft der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel. Ich möchte an dieser Stelle all denjenigen meinen Dank aussprechen, die mich während der Anfertigung der Dissertation begleitet und unterstützt haben.

Im Besonderen danke ich dem Betreuer dieser Arbeit, Herrn Prof. Dr. Peter Nippel, der mir die Möglichkeit zur Promotion eröffnet und mich bei der Erstellung dieser Arbeit stets sehr hilfreich unterstützt hat. Die angenehme Zusammenarbeit und die sehr positive Atmosphäre am Lehrstuhl haben wesentlich zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen. Weiterhin möchte ich mich bei Herrn Prof. Dr. Christian Blecher für die Anfertigung des Zweitgutachtens bedanken.

Darüber hinaus möchte ich mich bei meinen Kollegen am Lehrstuhl für Finanzwirtschaft Marc Hansen, Steffen Hoffmann, Timo Greggers sowie meinem ehemaligen Kollegen am Lehrstuhl Dr. Kai Nekat und meiner ehemaligen Kollegin Prof. Dr. Andrea Schertler für zahlreiche Hinweise und Anregungen und insbesondere für die sehr freundschaftliche gemeinsame Zeit bedanken.

Ein ganz besonderer Dank gebührt auch Frau Geisler, die sich um so viele Dinge gekümmert hat, stets gut gelaunt war und immer ein offenes Ohr hatte, wenn es etwas zu klären gab.

Abschließend möchte ich mich natürlich bei meiner Familie und meiner Freundin Sabrina bedanken, die mich zu jeder Zeit unterstützen haben und mir immer zur Seite standen!

Inhaltsverzeichnis

Synopsis	V
A. Die Entscheidung über den Verkauf von Wertpapieren unter der Abgeltungssteuer und auf Basis subjektiver Erwartungen <i>Peter Nippel und Nils Podlech</i>	1
B. Dividenden und Aktienrückkäufe unter der Abgeltungssteuer <i>Nils Podlech</i>	2
C. Die Auswirkungen des Steuersystemwechsels vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer auf die Ausschüttungspolitik von Unternehmen <i>Nils Podlech</i>	3

Synopsis

1 Bestandteile der kumulativen Dissertation

Die vorliegende Arbeit ist im Rahmen der Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Finanzwirtschaft der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel bei Herrn Prof. Dr. Peter Nippel entstanden. Thematische Schwerpunkte des Lehrstuhls spiegeln sich auch in der inhaltlichen Ausrichtung der Beiträge der vorliegenden kumulativen Dissertation wider. Diese befassen sich in theoretischer Form mit dem Einfluss der Ausschüttungspolitik von Unternehmen und dem Einfluss der Besteuerung von Kapitalerträgen und realisierten Kursgewinnen auf das Vermögen von Aktionären unter der im Jahr 2009 in Deutschland eingeführten Abgeltungssteuer. Tabelle 1 präsentiert einen Überblick über die in der kumulativen Dissertation enthaltenen Beiträge.

Titel	Autoren
Die Entscheidung über den Verkauf von Wertpapieren unter der Abgeltungssteuer und auf Basis subjektiver Erwartungen Veröffentlicht in: <i>Zeitschrift für Betriebswirtschaft</i> , 81. Jg. (2011), Heft 5, S. 519-549.	Peter Nippel und Nils Podlech
Dividenden und Aktienrückkäufe unter der Abgeltungssteuer	Nils Podlech
Die Auswirkungen des Steuersystemwechsels vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer auf die Ausschüttungspolitik von Unternehmen	Nils Podlech

Tabelle 1: Beiträge der kumulativen Dissertation

Im Folgenden werden kurz der gemeinsame Rahmen sowie der Untersuchungsgegenstand der einzelnen Beiträge aufgezeigt.

2 Themenfeld

Mit der Einführung der Abgeltungsteuer zum 1. Januar 2009 hat sich die Besteuerung von Einkünften aus Kapitalbeteiligungen in Deutschland grundlegend verändert. Dividenden und realisierte Kursgewinne sind heute von Aktionären unabhängig von der Haltedauer und unabhängig vom persönlichen Einkommensteuertarif in voller Höhe mit einem einheitlichen Steuersatz in Höhe von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag zu versteuern.

Steuern haben einen erheblichen Einfluss auf den beizumessenden Anteilswert von Aktionären. Aus diesem Grund wird jeder Aktionär steuerliche Aspekte bei der Entscheidung für einen Wertpapierkauf oder -verkauf individuell berücksichtigen. Aber auch auf der Ebene der Unternehmung ist den Entscheidungsträgern bei der Festlegung der Ausschüttungs- und Investitionspolitik angeraten, die Besteuerung von Kapitalzuflüssen bei ihren Anteilseignern zu berücksichtigen.

Der erste der in dieser Arbeit vorgelegten Beiträge befasst sich mit der Fragestellung, welche relative Bedeutung Steuern und subjektive Erwartung bei der Entscheidung von Investoren über den Verkauf von Wertpapieren haben. Die beiden nachfolgenden Beiträge befassen sich mit der Ausschüttungspolitik von Unternehmen, insbesondere in welcher Form und in welcher Höhe Unternehmen Ausschüttungen unter der Abgeltungssteuer im Interesse ihrer Aktionäre vornehmen sollten.

2.1 Die Entscheidung über den Verkauf von Wertpapieren unter der Abgeltungssteuer und auf Basis subjektiver Erwartungen

Die Besteuerung von realisierten Kursgewinnen führt nach der einschlägigen Literatur zu einem Lock-in-Effekt, d. h. die Realisation von Kursgewinnen sollte in die Zukunft verlagert oder ganz vermieden werden, Kursverluste sollten dagegen sofort realisiert werden. Für die Entscheidung über den Verbleib eines Wertpapiers im Portfolio eines Investors spielt neben der Höhe eines Kursgewinns oder -verlustes und dessen Besteuerung die subjektive Bewertung des Wertpapiers durch den Investor jedoch eine weitaus gewichtigere Rolle.

Mit der Differenzierung zwischen subjektivem Wert und Marktpreis wird dem Investor implizit unterstellt, dass er entweder glaubt, überlegene Informationen oder überlegene Fähigkeiten zur

Informationsverarbeitung zu haben, oder aber der Effizienz des Marktes nicht vertraut. Letzteres ließe sich mit Blick auf die jüngere theoretische Literatur rechtfertigen (vgl. De Long et al. (1990), De Long et al. (1991) oder auch den Überblick in Shleifer (2000)).

Hält der Investor das Wertpapier für unterbewertet, mit anderen Worten: Ist er optimistisch hinsichtlich der zukünftigen Kursentwicklung, sollte er an seiner Anlage festhalten. Dies gilt so jedoch nur, wenn ein Kursgewinn ansteht. Wenn hingegen bei einem Verkauf ein Kursverlust realisiert werden kann, sollte der Investor das Wertpapier zwecks Verlustrealisation verkaufen und unmittelbar wieder zurückkaufen. Allerdings wird der Vorteil einer solchen *Sell&Buyback*-Transaktion (oder auch „Wash Sale“) unter Berücksichtigung von Transaktionskosten und einer nur eingeschränkten steuerlichen Geltendmachung von Kursverlusten in aller Regel zunichte gemacht.

Im Falle einer subjektiv wahrgenommenen Überbewertung, d. h. wenn der Investor pessimistisch hinsichtlich der zukünftigen Kursentwicklung ist, sollte er das Wertpapier in aller Regel verkaufen. Wenn mit dem Verkauf ein Kursverlust realisiert werden kann, spricht zusätzlich der steuerliche Vorteil für die Liquidation der Anlage. Aber auch wenn ein Kursgewinn ansteht, ist der Verkauf wegen der Überbewertung und trotz der zu zahlenden Steuern in aller Regel vorteilhaft.

Insbesondere die numerischen Berechnungen des Beitrages weisen darauf hin, dass es Investoren anzuraten ist, die Entscheidung über den Verkauf eines Wertpapiers primär auf Basis ihrer Erwartungen zu treffen, sofern überhaupt vom Markt abweichende Erwartungen gebildet wurden. Es wird die Entscheidung eines Investors über den Verkauf eines risikobehafteten Wertpapiers in Abhängigkeit von dem aktuell zu realisierenden Kursgewinn betrachtet, wobei Kursgewinne im Bereich von -33,3% bis +100% berücksichtigt werden. Dabei können zunächst die Ergebnisse des analytischen Teils der Untersuchung bestätigt werden. Vor allem wird aber deutlich, dass eine Orientierung allein an den subjektiven Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Kursentwicklung, ohne Berücksichtigung des Vorzeichens des anstehenden Kursgewinns als eine sehr gute Heuristik angesehen werden kann. Damit kann sich der Investor in den betrachteten Konstellationen immer mindestens 99% des maximal erreichbaren Vermögens sichern. Wenn zudem Transaktionskosten und eine Begrenzung der steuerlichen Verlustverrechnung berücksichtigt werden, kann das Vorzeichen und die Höhe des anstehenden Kursgewinns bei der Entscheidung vernachlässigt werden, ohne dass dies überhaupt einen Einfluss auf das Vermögen

des Investors hat. Allein die persönlichen Erwartungen sind von entscheidendem Einfluss auf die Desinvestitionsentscheidung. Die Überlegungen zum Lock-in-Effekt sind insoweit irrelevant.

2.2 Dividenden und Aktienrückkäufe unter der Abgeltungssteuer

Seit der Verabschiedung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) im Jahre 1998 hat sich der Rückkauf eigener Aktien zu einem zunehmend bedeutenden Ausschüttungsinstrument deutscher Unternehmen entwickelt. Für private Investoren waren bis zur Einführung der Abgeltungssteuer am 1.1.2009 Aktienrückkäufe aus steuerlichen Aspekten gegenüber Dividenden vorteilhaft, da nach einer Haltedauer von mindestens einem Jahr die Ausschüttungen im Rahmen von Aktienrückkäufen steuerfrei vereinnahmt werden konnten, während Dividenden in vollem Umfang besteuert wurden. Dieser Steuervorteil wurde durch die Einführung der Abgeltungssteuer und durch die Abschaffung der Spekulationsfrist aufgehoben.

Die Analysen dieses Aufsatzes zeigen, dass sich auch nach der Einführung der Abgeltungssteuer in Deutschland ein Aktienrückkauf im Vergleich zu einer Dividende weiterhin vorteilhaft auf die Vermögensposition der Aktionäre auswirkt. Dieser steuerliche Vorteil basiert auf einer zinslosen Verlagerung von Steuerzahlungen auf den Liquidationszeitpunkt der Aktieninvestition. Wenn Aktionäre realisierte negative Kursgewinne unbegrenzt mit anderen dafür qualifizierten Kapitalerträgen verrechnen können, bewirkt ein Aktienrückkauf im Vergleich zu einer Dividende eine Steuerminderzahlung, die zu einer Steuermehrzahlung in identischer Höhe beim Verkauf der Aktien führt. Die Auswirkung dieser Steuerstundung auf die Vermögenspositionen der Aktionäre ist bei einer kurzen Investitionsdauer noch relativ gering. Falls die Aktionäre ihre Aktien allerdings langfristig im Bestand halten, bewirkt die Entscheidung eines Unternehmens, Dividenden durch Aktienrückkäufe zu substituieren, einen gewichtigeren Vermögensvorteil. Neben der Investitionsdauer ist dieser Vermögenseffekt in positiver Weise von der Ausschüttungsquote des Unternehmens abhängig.

Wenn Aktionäre realisierte negative Kursgewinne nur begrenzt mit anderen dafür qualifizierten Kapitalerträgen verrechnen können, bewirkt die Steuerminderzahlung bei einem Aktienrückkauf keine Steuermehrzahlung in identischer Höhe beim Verkauf der Aktien, wenn bei der Liquidation der Aktien ein realisierter negativer Kursgewinn nicht in vollem Umfang steuerlich geltend gemacht werden kann. Bei einer begrenzt möglichen steuerlichen Verlustverrechnung ist der

steuerliche Vorteil eines Aktienrückkaufes gegenüber einer Dividende daher geringfügig bedeutender, als bei einer unbegrenzten Verlustverrechnung.

Deutschen Unternehmen ist ceteris paribus, d. h. allein unter steuerlichen Gesichtspunkten, angeraten, Ausschüttungen in Form von Aktienrückkäufen vorzunehmen, anstatt Dividenden zu zahlen.

2.3 Die Auswirkungen des Steuersystemwechsels vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer auf die Ausschüttungspolitik von Unternehmen

Mit der Einführung der Abgeltungssteuer zum 1. Januar 2009 hat sich die Besteuerung von Einkünften aus Kapitalbeteiligungen in Deutschland grundlegend verändert. Persönliche Steuern haben einen bedeutenden Einfluss auf die Vermögenspositionen der Aktionäre. Unternehmen ist daher im Interesse ihrer Aktionäre angeraten, ihr Ausschüttungs- und Investitionsverhalten nach dem jeweils gültigen Steuerrecht auszurichten.

Die in Deutschland vorherrschende Ausschüttungsform ist die Dividende, während des Zeitraumes von 1999 bis 2011 wurden über 75% aller Ausschüttungen in Form von Dividenden durchgeführt. Der Aktienrückkauf hatte sich von 1999 bis ins Jahr 2008 zu einem zunehmend bedeutenderen Ausschüttungsinstrument deutscher Unternehmen entwickelt, im Jahr 2008 wurden bereits 41% aller Ausschüttungen in Form eines Aktienrückkaufes durchgeführt. Seit dem Jahr 2009 hat sich das Volumen von Aktienrückkäufen allerdings wieder deutlich verringert.

Ob Unternehmen verfügbare Mittel an ihre Aktionäre ausschütten oder diese Mittel einbehalten sollten, ist neben der Form der Ausschüttung insbesondere von der Rentabilität der zur Verfügung stehenden Investitionsprojekte abhängig. Die Analysen dieses Aufsatzes zeigen, dass sich aus Sicht von Aktionären, die ihre Aktien für einen Zeitraum von über einem Jahr in ihrem Depot halten, der kritische Wert für die Rendite von neuen Investitionsprojekten nach dem Steuersystemwechsel erhöht hat, wenn das Unternehmen Ausschüttungen in Form von Dividenden vornimmt. Der Grund hierfür liegt darin, dass unter der Abgeltungssteuer aus Reinvestitionen resultierende realisierte Kursgewinne auch nach einer Haltedauer von über einem Jahr versteuert werden müssen. Durch den erhöhten kritischen Wert steigern heute weniger Investitionsprojekte den beizumessenden Wert des Anteilsbesitzes. Infolgedessen sollte die Investitionsneigung von Unternehmen gesunken sein. Für Aktionäre, die ihre Aktien bereits nach

einer Haltedauer von höchstens einem Jahr verkaufen, hat sich durch den Steuersystemwechsel der kritische Wert für die Rendite von neuen Investitionsprojekten nicht verändert.

Wenn Unternehmen Ausschüttungen in Form von Aktienrückkäufen vornehmen, hat sich durch den Steuersystemwechsel nur für solche Aktionäre der kritische Wert für die Rendite von neuen Investitionsprojekten verringert, bei denen der Aktienrückkauf innerhalb der Spekulationsfrist und der Verkauf der Aktien außerhalb der Spekulationsfrist stattfinden und deren persönlicher durchschnittlicher Einkommensteuersatz nicht sehr gering ist. Für alle anderen Aktionäre hat sich der kritische Wert erhöht. Aus Sicht dieser Aktionäre steigern deshalb heute weniger Investitionsprojekte den Wert ihres Anteilsbesitzes und die Investitionsneigung von Unternehmen sollte aus diesem Grund ebenfalls gesunken sein.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass nach dem Wechsel des Steuersystems vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer aus der Sicht der meisten Aktionäre *ceteris paribus* weniger zusätzliche Investitionsprojekte den Wert ihres Anteilsbesitzes steigern und unter Berücksichtigung steuerlicher Gesichtspunkte die Investitionsneigung von Unternehmen aus diesem Grund abgenommen haben sollte.

3 Literaturverzeichnis

DE LONG, J. B., SHLEIFER, A., SUMMERS, L. H. & WALDMANN, R. J. (1990) Noise
Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy*, 98, 703-738.

DE LONG, J. B., SHLEIFER, A., SUMMERS, L. H. & WALDMANN, R. J. (1991) The
Survival of Noise Traders in Financial Markets. *Journal of Business*, 64, 1-19.

SHLEIFER, A. (2000) *Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford,
Oxford University Press.

A. Die Entscheidung über den Verkauf von Wertpapieren unter der Abgeltungssteuer und auf Basis subjektiver Erwartungen

Peter Nippel und Nils Podlech

Erschienen in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 81. Jg. (2011), Heft 5, S. 519-549.

Zusammenfassung

Mit der Einführung der Abgeltungssteuer auf Kapitalerträge zum 1.1.2009 sind in Deutschland realisierte Kursgewinne bei Wertpapieren unabhängig von der Haltedauer zu versteuern. Diese Gesetzesänderung hat zur Folge, dass die Besteuerung von Kursgewinnen auch für mittel oder langfristig engagierte Investoren bei der Entscheidung über die Veräußerung von Wertpapieren zu berücksichtigen ist. Wir analysieren optimale und auch starre Strategien im Hinblick auf die Veräußerung von Wertpapieren. Neben der Besteuerung werden auch subjektive Erwartungen des Investors einbezogen. Dabei stellt sich heraus, dass für die Entscheidung über den weiteren Verbleib eines Wertpapiers in seinem Besitz die Höhe des Kursgewinns und dessen Besteuerung zwar relevant sind, die subjektiven Erwartungen jedoch eine viel gewichtigere Rolle spielen. Dies gilt umso mehr, wenn Transaktionskosten und eine Begrenzung der steuerlichen Verlustberechnung einbezogen werden. Die Abschätzung der relativen Bedeutung von Besteuerung und subjektiven Erwartungen erfolgt insbesondere unter Rückgriff auf numerische Berechnungen.

B. Dividenden und Aktienrückkäufe unter der Abgeltungssteuer

Nils Podlech

Veröffentlicht als Arbeitspapier aus dem Institut für Betriebswirtschaftslehre der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel unter: <http://hdl.handle.net/10419/75273>

Zusammenfassung

Für Aktionäre waren bis zur Einführung der Abgeltungssteuer am 1.1.2009 Ausschüttungen in Form von Aktienrückkäufen aus steuerlichen Erwägungen in Deutschland gegenüber Dividenden vorteilhaft. Bei einem Aktienrückkauf wurde innerhalb der Spekulationsfrist nur ein realisierter Kursgewinn besteuert und nach einer Haltedauer von einem Jahr konnte der Gewinn aus einem Aktienrückkauf vollständig steuerfrei vereinnahmt werden, während Dividenden in vollem Umfang besteuert wurden. Nach der Einführung der Abgeltungssteuer und der Abschaffung der Spekulationsfrist werden Kapitalerträge in Deutschland gleichartig besteuert. Um die vorteilhafteste Ausschüttungsform für Aktionäre im derzeit gültigen deutschen Steuersystem zu identifizieren, werden in diesem Aufsatz die Vermögenspositionen von Aktionären analysiert, die Ausschüttungen entweder in Form von Aktienrückkäufen oder Dividenden erhalten. Dabei stellt sich heraus, dass sich auch unter der Abgeltungssteuer ein Aktienrückkauf im Vergleich zu einer Dividende vorteilhaft auf die Vermögensposition der Aktionäre auswirkt. Die Abschätzung der quantitativen Bedeutung dieses Vorteils erfolgt insbesondere unter Rückgriff auf numerische Berechnungen.

C. Die Auswirkungen des Steuersystemwechsels vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer auf die Ausschüttungspolitik von Unternehmen

Nils Podlech

Veröffentlicht als Arbeitspapier aus dem Institut für Betriebswirtschaftslehre der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel unter: <http://hdl.handle.net/10419/75274>

Zusammenfassung

Mit der Einführung der Abgeltungssteuer zum 1. Januar 2009 hat sich die Besteuerung von Einkünften aus Kapitalbeteiligungen in Deutschland grundlegend verändert. In diesem Beitrag wird analysiert, welche Auswirkungen der Steuersystemwechsel vom Halbeinkünfteverfahren zur Abgeltungssteuer auf die Ausschüttungspolitik von Unternehmen hat. Zu diesem Zweck werden die Vermögenspositionen von Aktionären eines Unternehmens betrachtet, welches liquide Mittel entweder in Form einer Dividende oder in Form eines Aktienrückkaufes ausschüttet, oder diese Mittel alternativ für eine Investition einbehält. Auf der Grundlage dieser Vermögenspositionen werden anschließend für beide Steuersysteme die kritischen Werte für die Rendite einer zusätzlichen Investition bei Einbehaltung abgeleitet und miteinander verglichen. Dabei stellt sich heraus, dass nach dem Steuersystemwechsel Unternehmen im Interesse des Großteils ihrer Aktionäre auf Investitionsprojekte verzichten sollten, die das Vermögen der Aktionäre unter dem Halbeinkünfteverfahren noch gesteigert haben. Anstatt in diese Projekte zu investieren ist den Unternehmen heute angeraten diese Mittel auszuschütten.

Lebenslauf

Persönliche Daten

Name: Nils Podlech
Geburtstag und –ort: 21.12.1978 in Eckernförde

Ausbildung

06/2008 – 09/2013 Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Finanzwirtschaft der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel
08/2005 – 03/2006 Studium an der Jönköping International Business School in Schweden
04/2002 – 10/2006 Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel mit den Spezialisierungen Finanzwirtschaft, Rechnungswesen und Controlling
06/1998 Abitur am Gymnasium in Lütjenburg

Berufserfahrung

Seit 11/2006 Kreditanalyst bei der HSH Nordbank AG
02/2002 – 10/2006 Werkstudent bei der HSH Nordbank AG
08/1999 – 01/2002 Berufsausbildung zum Bankkaufmann bei der Landesbank Schleswig-Holstein Girozentrale (heute HSH Nordbank AG)