

Die optimale Anlegerstrategie im Hinblick auf Steuerstundungseffekte und deren Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung

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.-Wirtsch.-Ing. Steffen Hoffmann

aus Hamburg

Kiel, 2015

Gedruckt mit Genehmigung der

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel

Dekan: Prof. Dr. Achim Walter

Erstberichterstattender: Prof. Dr. Peter Nippel

Zweitberichterstattender: Prof. Dr. Alexander Klos

Tag der Abgabe der Arbeit: 19.08.2015

Tag der mündlichen Prüfung: 23.09.2015

Vorwort

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

Ganz besonders danke ich Herrn Prof. Dr. Peter Nippel für die engagierte Betreuung meiner Arbeit. Seine freundliche Unterstützung meiner wissenschaftlichen Tätigkeit, seine ständige Bereitschaft zu fachlichen Diskussionen und auch außerfachlichen Gesprächen mit vielen wertvollen Ratschlägen und konstruktiven Anregungen haben maßgeblich zur Realisierung dieser Arbeit beigetragen. Auch die sehr angenehme Zusammenarbeit und die positive Atmosphäre am Lehrstuhl haben mir die Arbeit an der Dissertation erleichtert.

Darüber hinaus möchte ich mich bei meinen Kollegen Timo Greggers, Marc Hansen, Janina Hopp und Nils Podlech für die stets hilfreichen Diskussionen und ganz besonders für die sehr nette Zusammenarbeit am Lehrstuhl bedanken. Es sind hieraus Freundschaften erwachsen, die hoffentlich auch über die gemeinsame Zeit am Lehrstuhl hinaus Bestand haben werden.

Auch möchte ich mich bei Frau Geisler bedanken. Sie hat sich um so viele organisatorische Aufgaben gekümmert und mir damit den Arbeitsalltag erleichtert.

Abschließend möchte ich mich natürlich bei meiner Familie und meinen Freunden bedanken, die mich zu jeder Zeit unterstützt haben und mir immer zur Seite standen.

Inhaltsverzeichnis

Synopse.....	1
Die Abgeltungsteuer auf Kursgewinne und der Steuerstundungseffekt in der Unternehmensbewertung	8
<i>Steffen Hoffmann und Peter Nippel</i>	
<i>Veröffentlicht in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft (2012), Vol. 82, S. 1311-1336</i>	
Renditesteigerung durch Steuerstundungseffekte bei Kuponanleihen und Nullkuponanleihen	9
<i>Steffen Hoffmann</i>	
<i>Veröffentlicht in: Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel,</i>	
<i>Link: http://hdl.handle.net/10419/113279</i>	
Die steueroptimale Anlegerstrategie bei Wertpapieren und die zugehörige Grenzpreisbestimmung.....	10
<i>Steffen Hoffmann</i>	
<i>Veröffentlicht in: Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel,</i>	
<i>Link: http://hdl.handle.net/10419/113280</i>	
Lebenslauf.....	11

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. Die inhaltliche Ausrichtung der Beiträge der vorliegenden Dissertation ist geprägt von den thematischen Schwerpunkten des Lehrstuhls. Die Beiträge befassen sich in theoretischer Form mit steuerlich optimalen Anlegerstrategien und auch deren Bedeutung für die Unternehmensbewertung mittels DCF-Verfahren. Tab. 1 gibt einen Überblick über die in der kumulativen Dissertation enthaltenen Beiträge.

Titel	Autoren
Die Abgeltungsteuer auf Kursgewinne und der Steuerstundungseffekt in der Unternehmensbewertung	Steffen Hoffmann, Peter Nippel
Renditesteigerung durch Steuerstundungseffekte bei Kuponanleihen und Nullkuponanleihen	Steffen Hoffmann
Die steueroptimale Anlegerstrategie bei Wertpapieren und die zugehörige Grenzpreisbestimmung	Steffen Hoffmann

Tab.1: Beiträge der kumulativen Dissertation

Im Folgenden werden zunächst der gemeinsame Rahmen der drei Beiträge und anschließend die Untersuchungsgegenstände im Einzelnen aufgezeigt. Es wird außerdem dargelegt, welche Teile der Verfasser dieser Dissertation zu dem gemeinsam mit Prof. Dr. Peter Nippel verfassten Fachartikel „Die Abgeltungsteuer auf Kursgewinne und der Steuerstundungseffekt in der Unternehmensbewertung“ beigetragen hat.

2 Themengebiet der Dissertation und gemeinsamer Rahmen der Beiträge

Im deutschen sowie auch in den allermeisten ausländischen Steuersystemen gilt bei der Besteuerung von Kapitalerträgen das Zuflussprinzip. Inhaber von Wertpapieren haben Steuern erst dann zu entrichten, wenn Zahlungen fließen und nicht bereits bei am Markt beobachtbaren Wertveränderungen der Wertpapiere.¹ Das Zuflussprinzip eröffnet dem Anleger die Möglichkeit, in einem gewissen Rahmen selbst zu entscheiden, wann Steuern auf seine Kapitalerträge fällig werden, denn er bestimmt mit der Wahl des Veräußerungszeitpunktes die Fälligkeit von Kapitalertragssteuern auf Kursgewinne. Entscheidet sich der Anleger dafür, ein Wertpapier zu verkaufen, so realisiert er einen (positiven oder negativen) Kursgewinn und die Kapitalertragssteuer wird damit unmittelbar fällig. Entscheidet sich der Anleger jedoch für das Halten, so sind zunächst keine Steuern auf den (positiven oder negativen) Kursgewinn zu zahlen und die Steuerzahlung wird bis zu dem späteren Verkaufszeitpunkt aufgeschoben. Auch wenn der Anleger mit der Entscheidung über den Verkauf oder das Halten die betragsmäßige Höhe der Steuerlast insgesamt nicht beeinflussen kann, so kann er doch den Zeitpunkt der Fälligkeit und damit den Barwert der Steuerzahlungen beeinflussen. Aus dieser Gestaltungsmöglichkeit lassen sich Strategien über den aus steuerlichen Gesichtspunkten optimalen Verkaufszeitpunkt ableiten. In allen drei Beiträgen dieser Dissertation sind solche Strategien die Grundlage der Untersuchung.

Der erste Beitrag dieser Arbeit untersucht, ob und inwieweit der Wert eines Unternehmens davon abhängt, welche Strategie den Anteilseignern unterstellt wird. Im zweiten Beitrag wird bemessen, ob ein Anleger nennenswerte Renditesteigerungen durch die Anwendung einer steueroptimalen Strategie bei einer Investition in Kupon- oder Nullkuponanleihen zu erwarten hat. Im dritten Beitrag wird eine steueroptimale Anlegerstrategie bei Wertpapieren unter Berücksichtigung von Transaktionskosten und einer damit verbundenen werthaltigen Warteoption entwickelt.

2.1 Die Abgeltungsteuer auf Kursgewinne und der Steuerstundungseffekt in der Unternehmensbewertung

In Deutschland sind realisierte Kursgewinne bei Wertpapieren seit der Einführung der Abgeltungsteuer auf Kapitalerträge zum 1.1.2009 unabhängig von der Haltedauer zu versteuern. Die Kursgewinn-Besteuerung erfolgt allerdings nicht periodisch, sondern erst

¹ Vgl. §20 EStG

dann, wenn Wertpapiere veräußert und Gewinne realisiert werden. Wird ein anstehender positiver Kursgewinn nicht realisiert, so erfolgt eine Verschiebung der Steuerbelastung in die Zukunft und es kommt zu einer für den Anleger vorteilhaften zinslosen Steuerstundung. Auf ähnliche Weise wirkt sich die sofortige Realisation eines negativen Kursgewinns vorteilhaft auf die Vermögensposition des Anlegers aus. Führt dies zu einer Steuerminderung durch Verrechnung mit anderen Gewinnen, so kann von einer quasi-negativen Steuerzahlung gesprochen werden.² Somit wird ein zinsloser Steuerkredit in Anspruch genommen, denn heute kommt es aufgrund eines relativ hohen historischen Einstandspreises zu der negativen Steuerzahlung beim Verkäufer, der Käufer kann zukünftig dafür aber nur einen geringeren Einstandspreis steuerlich geltend machen und zahlt entsprechend mehr Steuern, wenn er seinerseits wieder verkauft. Die Steuerzahlungen insgesamt sind dann c. p. betragsmäßig zwar unabhängig vom Liquidationszeitpunkt der Anleger, nicht aber ihre zeitliche Struktur.

Die steuerlich ungleiche Behandlung realisierter und nicht-realisierte Kursgewinne hat auch Konsequenzen für die Bewertung von Unternehmen. Der Unternehmenswert im Sinne des Barwertes zukünftiger Einzahlungen der Kapitalgeber nach allen Steuern hängt nämlich davon ab, ob und in welchem Umfang die Kapitalgeber der Unternehmung zinslose Steuerkredite bzw. Steuerstundungen in Anspruch nehmen. Der Unternehmensbewerter muss daher Annahmen über das Liquidationsverhalten der Kapitalgeber treffen. Es wird gezeigt, dass und wie der Unternehmenswert von diesen Annahmen abhängt. Dafür werden alternative, starre und flexible Strategien der Kapitalgeber im Hinblick auf die Realisation von Kursgewinnen zugrunde gelegt. In einem Binomialmodell lassen numerische Berechnungen erkennen, dass die Unterschiede in den berechneten Unternehmenswerten bedeutsam sein können und nicht, wie in der Praxis der Unternehmensbewertung üblich, zu vernachlässigen sind. Die Berechnungen führen insbesondere zu einer oberen und unteren Schranke für den Unternehmenswert, die aus der Annahme der steuerlich optimalen bzw. der steuerlich ungünstigsten Anlegerstrategie resultieren. Solche extremen Anlegerstrategien entsprechen in der Regel jedoch nicht den realen Bedingungen, denn bei der Entscheidung über den Verkauf eines Wertpapiers können neben steuerlichen Überlegungen z.B. auch Liquiditätsbedarf, subjektive Kurserwartungen und Umschichtungsbedarf eine Rolle spielen. Daher ist dem Unternehmensbewerter die Unterstellung der Anlegerstrategien, die zu „mittleren“ Werten füh-

² Eine Verlustverrechnung ist gemäß § 20, Abs. 6 EStG zulässig. Dabei ist allerdings einschränkend zu beachten, dass Verluste aus der Veräußerung von Aktien gemäß § 20 Abs. 6, Satz 5 EStG nur mit Gewinnen aus der Veräußerung von Aktien verrechnet werden können.

ren, zu empfehlen. Dies sind die starren Anlegerstrategien, mit denen der Unternehmenswert im Übrigen auch konzeptionell einfacher zu berechnen ist. Anhand eines Zahlenbeispiels wird in komparativ-statischen Analysen auch erkennbar, dass insbesondere hohe Kapitalkosten und eine hohe Unsicherheit in der zukünftigen Wertentwicklung der zu bewertenden Unternehmung zu großen Unterschieden in den Unternehmenswerten unter den alternativen Strategien der Kapitalgeber führen. Gerade dann sollte der Unternehmensbewerter die diesbezüglich zu treffende Annahme also mit Bedacht auswählen.

Alle Bestandteile des Beitrages wurden grundsätzlich von beiden Autoren aufeinanderfolgend entwickelt und überarbeitet. Die Schwerpunkte des Verfassers dieser Dissertation lagen hierbei in erster Linie in der Entwicklung eines Binomialmodells zur Berechnung des Unternehmenswertes und der analytischen Herleitung der in diesem Modell verwendeten Preisberechnungsformeln. Dazu gehört auch die Implementierung der hergeleiteten Formeln in einem Zahlenbeispiel und in den komparativ-statischen Analysen. Insgesamt ist beiden Autoren bei der Erstellung des Beitrages ein Anteil von jeweils 50% beizumessen.

Zur Veröffentlichung in der ZfB:

Der Beitrag „Die Abgeltungsteuer auf Kursgewinne und der Steuerstundungseffekt in der Unternehmensbewertung“ wurde im Juli 2011 erstmalig bei der „Zeitschrift für Betriebswirtschaft“ (seit 2013: „Journal of Business Economics“) eingereicht und nach kleineren Überarbeitungen im November 2012 veröffentlicht. Die Zeitschrift ist eine der renommiertesten Fachzeitschriften für Betriebswirtschaftslehre in Deutschland. Beim „Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft (VHB)“ war und ist die Zeitschrift mit einem Ranking von B eingestuft (vgl. <http://vhbonline.org>).

2.2 Renditesteigerung durch Steuerstundungseffekte bei Kuponanleihen und Nullkuponanleihen

Wie bereits im Abschnitt 2.1 erläutert, ermöglicht es das Zuflussprinzip bei der Besteuerung von Kapitalerträgen dem privaten Anleger in gewissem Rahmen selbst zu entscheiden, wann Steuern auf seine Kapitalerträge fällig werden. Realisiert er einen Kursgewinn indem er ein Wertpapier veräußert, so werden Steuern unmittelbar fällig. Bleibt er in dem Wertpapier investiert, so wird die Steuerzahlung auf den Kursgewinn in die Zukunft verlagert, was sich

bei einem positiven anstehenden Kursgewinn vorteilhaft und bei einem negativen Kursgewinn nachteilig auf die Vermögensposition des Anlegers auswirkt. Anleger können dies strategisch nutzen, sofern das betrachtete Wertpapier Kursschwankungen unterliegt. Bei den im ersten Beitrag betrachteten Unternehmensanteilen ist es selbstverständlich, dass sich ihr Kurs mit der Zeit ändert und einem stochastischen Prozess unterliegt. Doch auch festverzinsliche Wertpapiere, wie Kuponanleihen oder Nullkuponanleihen, unterliegen nicht vorhersehbaren Kursschwankungen, denn der bei ihrer Bewertung zum Diskontieren heranzuziehende Kapitalmarktzins ändert sich im Laufe der Zeit.

In diesem Beitrag wird zunächst die generelle Möglichkeit zur Erhöhung der nachsteuerlichen Rendite durch einen Verkauf und unmittelbaren Rückkauf der Anleihe aufgezeigt und die Wirkungsweise von Steuerstundungseffekten erläutert. Es zeigt sich, dass ein Anleger c. p. die höchste nachsteuerliche Rendite mit einer Strategie erzielt, die immer dann eine Verkauf-Rückkauf-Transaktion (VRT) vorsieht, wenn der Preis der Anleihe unter ihren Einstandspreis gesunken ist. Die Höhe der mit dieser Strategie erzielten Renditesteigerung ist ex ante jedoch nicht zu bestimmen, denn es ist ungewiss, wie sich der Preis der Anleihe entwickeln wird und zu welchen Zeitpunkten VRTs durchgeführt werden. Um dennoch abzuschätzen, ob die steeroptimale Strategie zu nennenswert großen oder nur vernachlässigbar kleinen Renditesteigerungen führt, werden die Verteilung und insbesondere der Erwartungswert der Renditesteigerung anhand von Monte-Carlo-Simulationen in einem 10-Perioden-Modell bemessen. Der in den Simulationen unterstellte Preisprozess der Anleihe ergibt sich aus dem Barwert der zukünftigen Einzahlungen, die dem Inhaber der Anleihe zufließen. Die Unsicherheit im Preisprozess resultiert dabei aus der Unsicherheit des Diskontierungszinssatzes, für den ein Cox-Ingersoll-Ross-Prozess (CIR-Prozess) unterstellt wird. Das dem Preisprozess innewohnende Risiko ist letztlich also ein Zinsänderungsrisiko. Es werden Anleihen unterschiedlicher Kuponhöhen bei verschiedenen Annahmen über den Kapitalmarktzins und seine Entwicklung betrachtet. Dabei wird deutlich, dass die zu erwartenden Renditesteigerungen durch strategische VRTs in der Kuponhöhe steigen, im aktuellen Zinsniveau sinken und in der Volatilität der Zinsentwicklung steigen. Bei sicheren Anleihen mit einer nur geringen Volatilität in der Zinsentwicklung führen strategische VRTs nur dann zu nennenswerten Renditesteigerungen, wenn der Kupon außergewöhnlich hoch ist. Inhaber von Anleihen mit mittlerer und niedriger Kuponhöhe oder von Nullkuponanleihen hingegen brauchen sich über steuerstrategisches Verhalten keine Gedanken machen, denn es führt nur zu vernachlässigbar kleinen erwarteten Renditesteigerungen. Einen Sonderfall stellt ein Szenario dar, in dem der aktuelle

Kapitalmarktzins gerade auf einem niedrigen Niveau, d.h. deutlich unter dem langjährigen Mittel, liegt. Hier sind bereits bei üblichen Kuponhöhen nicht zu vernachlässigende Renditesteigerungen zu erwarten. Werden riskantere Anleihen mit einer hohen Volatilität in der Zinsentwicklung betrachtet, sind die durch steuerstrategische Anlegerverhalten zu erwartenden Renditesteigerungen generell, d.h. bei beliebigen Kuponhöhen und aktuellen Kapitalmarktzinssätzen, nicht zu vernachlässigen.

Es hängt also vom Anleihetyp und von den Kapitalmarktparametern ab, ob steuerstrategisches Anlegerverhalten zu vernachlässigbar kleinen oder zu durchaus nennenswerten, teilweise sogar erstaunlichen, Renditesteigerungen führt.

2.3 Die steueroptimale Anlegerstrategie bei Wertpapieren und die zugehörige

Grenzpreisbestimmung

In den ersten beiden Beiträgen wurde u.a. gezeigt, dass ein Anleger bei einer Investition in Wertpapiere - seien es Unternehmensanteile oder auch Anleihen - Vorteile durch die strategische Inanspruchnahme zinsloser Steuerkredite erzielt. In diesem Beitrag wird die Betrachtung um Transaktionskosten erweitert und eine steueroptimale Anlegerstrategie entwickelt, die - wie sich zeigen wird - weitaus komplexer herzuleiten, aber dennoch einfach anzuwenden ist.

Plant der Inhaber eines Wertpapiers, dieses für eine bestimmte Zeit in seinem Besitz zu halten und wird davon ausgegangen, dass während dieses Planungshorizontes alle nicht-steuermotivierten Gründe (Liquiditätsbedarf, Umschichtungsbedarf, subjektive Kurserwartungen) für das weitere Halten sprechen, so muss auf einen etwaigen vorzeitigen steuermotivierten Verkauf der unmittelbare Rückkauf folgen. Der Anleger, der sich steueroptimal verhalten möchte, hat dann also nur Entscheidungen über die Durchführung oder Unterlassung von Verkauf-Rückkauf-Transaktionen (VRTs) zu treffen. Wie schon im vorigen Abschnitt erläutert, kann ein Anleger mit der Durchführung einer VRT wegen der steuerlichen Ungleichbehandlung realisierter und nichtrealisierter Gewinne seine Vermögensposition beeinflussen. Mit einer analytischen Herleitung wird in diesem Beitrag einer VRT zunächst ein Nettobarwert zugeordnet, der sich aus der mit der VRT verbundenen Vorziehung einer Steuerzahlung und den entstehenden Transaktionskosten ergibt. Aus diesem Nettobarwert allein lässt sich jedoch die Vorteilhaftigkeit einer VRT noch nicht ableiten, denn mit der Durchführung einer VRT wird auch der Einstandspreis des Wertpapiers verändert, was sich wiederum auf die Vorteilhaftigkeit zukünftiger VRTs auswirkt. Daher muss der Wert der Option auf

zukünftige VRTs in einem Kalkül zur Ermittlung der Vorteilhaftigkeit einer heutigen VRT berücksichtigt werden. Es wird gezeigt, dass die mit zukünftigen VRTs erzielbaren Vermögenszuwächse im Zwei-Perioden-Fall die Struktur der Zahlung aus einer europäischen Put-Option und im Mehr-Perioden-Fall aus einer komplexen exotischen Option haben. Im Zwei-Perioden-Fall erfolgt die Bewertung der Option auf zukünftige VRTs mit den Optionsbewertungsformeln nach Black/Scholes, im Mehr-Perioden-Fall werden Monte-Carlo-Simulationen herangezogen. Die Berechnung des mit einer VRT generierten Vermögenszuwachses wird damit so komplex, dass sie dem Anleger kaum zuzumuten ist - insbesondere dann nicht, wenn er plant, auch in Zukunft vorteilhafte VRTs durchzuführen und daher die Warteoption zu berücksichtigen ist. Wie aber in diesem Beitrag gezeigt wird, ist der Vermögenszuwachs einer VRT unter Berücksichtigung der Warteoption genau dann positiv, wenn der aktuelle Wertpapierkurs (in Prozent vom Einstandspreis) eine Grenzpreisquote unterschreitet. Diese Grenzpreisquote wird in diesem Beitrag hergeleitet. Es ergibt sich daraus eine steuerlich optimale Anlegerstrategie, nämlich die sofortige Durchführung einer VRT, wenn der Kurs des betrachteten Wertpapiers (in Prozent vom Einstandspreis) die in diesem Beitrag berechnete Grenzpreisquote unterschreitet sowie andernfalls die Unterlassung einer VRT. In der Praxis kann also mit der Grenzpreisquote aus diesem Beitrag auf einfache Weise eine Entscheidung über die Durchführung oder Unterlassung einer VRT getroffen werden, ohne dass der Anwender die komplexen Berechnungen eigenständig durchführen muss. Die Grenzpreisquote ist jedoch nicht allgemeingültig, sondern hängt von dem Planungshorizont, dem Steuersatz, dem Transaktionskostensatz, dem sicheren Zinssatz und der Volatilität der Wertpapierrendite ab. Es werden zunächst Grenzpreisquoten für typische, in Deutschland vorzufindende Parameter berechnet. Diese hängen nur noch vom individuellen Planungshorizont des Anlegers ab und liegen für mittlere und lange Planungshorizonte bei etwa 80% bis 85%. In komparativ-statischen Analysen werden außerdem Grenzpreisquoten bei anderen Steuersätzen, Transaktionskostensätzen, sicheren Zinssätzen und Volatilitäten ermittelt. Dabei wird ersichtlich, dass die Grenzpreisquote im Steuersatz und Zinsniveau steigt und im Transaktionskostensatz und der Volatilität sinkt.

Die Abgeltungsteuer auf Kursgewinne und der Steuerstundungseffekt in der Unternehmensbewertung

Steffen Hoffmann und Peter Nippel**

Veröffentlicht in:
Zeitschrift für Betriebswirtschaft (2012), Vol. 82, S. 1311-1336

Zusammenfassung

Unter der in Deutschland geltenden Abgeltungsteuer sind Kursgewinne unabhängig von der Haltedauer zu versteuern. Allerdings können Anleger die Abgeltungsteuer auf Kursgewinne (zunächst) vermeiden, indem sie Kursgewinne nicht realisieren. Sie verschieben dann die Steuerbelastung in die Zukunft und nehmen so einen zinslosen Steuerkredit in Anspruch (Steuerstundung). Ähnlich vorteilhaft stellt sich die Realisation eines negativen Kursgewinns dar, wenn dies zu einer Steuerminderung durch Verrechnung mit anderen Gewinnen führt. Die mögliche Nutzung von zinslosen Steuerkrediten führt dazu, dass in die Unternehmensbewertung auf Basis der Diskontierung zukünftiger nachsteuerlicher Zahlungen an die Kapitalgeber (Unternehmensbewertung mittels DCF-Verfahren) Annahmen über deren Liquidationsverhalten einfließen müssen. Gezeigt wird, dass und wie der Unternehmenswert von diesen Annahmen abhängt, wobei alternative, starre und flexible Strategien der Kapitalgeber zugrunde gelegt werden. Diese Berechnungen führen insbesondere zu einer unteren und oberen Schranke für den Unternehmenswert, aber auch zu konzeptionell einfacher zu berechnenden „mittleren“ Werten. Veranschaulicht werden die Berechnungen anhand eines Zahlenbeispiels, das auch Gegenstand einer komparativ statischen Analyse ist.

** Dipl. Wi-Ing. Steffen Hoffmann; Prof. Dr. Peter Nippel,
beide Christian-Albrechts-Universität zu Kiel, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Lehrstuhl für
Finanzwirtschaft, Olshausenstr. 40, 24098 Kiel

Renditesteigerung durch Steuerstundungseffekte bei Kuponanleihen und Nullkuponanleihen

Steffen Hoffmann*

Veröffentlicht in:

Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der
Christian-Albrechts-Universität zu Kiel,
Link: <http://hdl.handle.net/10419/113279>

Zusammenfassung

In den meisten Steuersystemen werden Kapitalerträge aus Anleihen nach dem Zuflussprinzip besteuert. Gewinne oder Verluste durch Kursveränderungen der Anleihen werden demnach erst dann besteuert, wenn sie mit einer Veräußerung der Anleihe tatsächlich realisiert werden. Ein Anleger, der seine Anleihe halten und dennoch eine Kursenkung steuerlich geltend machen möchte, kann dieses Prinzip aber leicht umgehen. Er braucht seine Anleihe nur zu ver- und unmittelbar wieder zurückzukaufen. In diesem Beitrag wird gezeigt, dass die Nachsteuer-Rendite beliebiger Anleihen mit solchen Verkauf-Rückkauf-Transaktionen gesteigert werden kann. Es wird hierzu eine Strategie vorgestellt, die zu der maximalen Nachsteuer-Rendite führt. Anschließend werden die Renditesteigerungen, die sich aus der Anwendung der optimalen Strategie gegenüber dem einfachen Halten der Anleihe ergeben, in Monte-Carlo-Simulationen bemessen. Schließlich wird herausgearbeitet, unter welchen Bedingungen eine steueroptimale Anlegerstrategie lohnenswert ist und unter welchen Bedingungen sie nur zu vernachlässigbaren Renditesteigerungen führt.

* Dipl. Wi-Ing. Steffen Hoffmann
Christian-Albrechts-Universität zu Kiel
Institut für Betriebswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Finanzwirtschaft, Olshausenstr. 40, 24098 Kiel

Für wertvolle Anregungen danke ich Prof. Dr. Peter Nippel.

Die steueroptimale Anlegerstrategie bei Wertpapieren und die zugehörige Grenzpreisbestimmung

Steffen Hoffmann*

Veröffentlicht in:

Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der

Christian-Albrechts-Universität zu Kiel,

Link: <http://hdl.handle.net/10419/113280>

Zusammenfassung

Kursgewinne oder -verluste bei Wertpapieren werden in den allermeisten Steuersystemen erst dann besteuert, wenn sie realisiert werden, d.h. wenn es zu einer Veräußerung des Wertpapiere kommt. Aus steuerlichen Gesichtspunkten sollten Gewinne dann möglichst spät und Verluste möglichst früh realisiert werden, um den Barwert einer positiven Steuerzahlung kleinstmöglich und den Barwert einer negativen Steuerzahlung größtmöglich zu halten. Wenn keine weiteren als steuerliche Anlässe zur Veräußerung eines Wertpapiere bestehen, kann ein Anleger ein Wertpapier im Falle eines anstehenden Kursverlustes veräußern und es anschließend zurückkaufen, um den Kursverlust frühestmöglich steuerlich geltend zu machen und dennoch in dem Wertpapier investiert zu bleiben. Dies ist aber mit zusätzlichen Transaktionskosten verbunden. Damit sich eine solche Transaktion vorteilhaft auf die Vermögensposition eines Anlegers auswirkt muss der (Barwert-)Vorteil, den ein Anleger mit einer Verkauf-Rückkauf-Transaktion (VRT) generiert, die entstehenden Transaktionskosten übersteigen. Es ist daher ein Mindestmaß an Kursverlust erforderlich, das in diesem Beitrag bemessen wird. Es wird außerdem gezeigt, dass es für einen Anleger auch deshalb vorteilhaft sein kann mit einer VRT zu warten, weil er mit der heutigen Durchführung einer VRT seine Option auf weitere zukünftige VRTs verschlechtert. Der Wert der Warteoption wird daher ebenfalls in das Kalkül zur Entwicklung einer steueroptimalen Anlegerstrategie einbezogen. Es wird gezeigt, dass die Warteoption strukturell exotischen Optionen gleicht. Da für solche Optionen keine analytischen Bewertungsverfahren existieren, muss die Warteoption durch Monte-Carlo-Simulationen bewertet werden. Unter Berücksichtigung von Transaktionskosten und Warteoption wird schließlich ein Grenzpreis berechnet, bei dessen Unterschreiten sich die Durchführung einer VRT vorteilhaft auswirkt. Orientiert sich ein Anleger mit seiner Entscheidung über die Durchführung oder Unterlassung einer VRT an dem berechneten Grenzpreis, verfolgt er die steueroptimale Strategie.

* Dipl. Wi-Ing. Steffen Hoffmann
Christian-Albrechts-Universität zu Kiel
Institut für Betriebswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Finanzwirtschaft, Olshausenstr. 40, 24098 Kiel

Für wertvolle Anregungen danke ich Prof. Dr. Peter Nippel.

Lebenslauf

Persönliche Daten:

Name : Hoffmann, Steffen
Geb.-Datum : 13.09.1983
Geb.-Ort : Hamburg
Staatsangehörigkeit : deutsch

Ausbildung:

08/1990 - 08/1994 : Grundschule Sandesneben
08/1994 - 08/2003 : Oberschule zum Dom (OzD) Lübeck:
- Leistungskurse : Mathematik, Physik
- Prüfungsfächer : Mathematik, Physik, Deutsch, Erdkunde
- Abschluss : Abitur
10/2003 - 06/2009 : Studium an der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel:
- Wirtschaftsingenieurwesen Elektrotechnik und Informationstechnik,
- Abschluss: Diplom Wirtschaftsingenieur
10/2009 - heute : Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Finanzwirtschaft
der Christian-Albrechts-Universität zu Kiel
