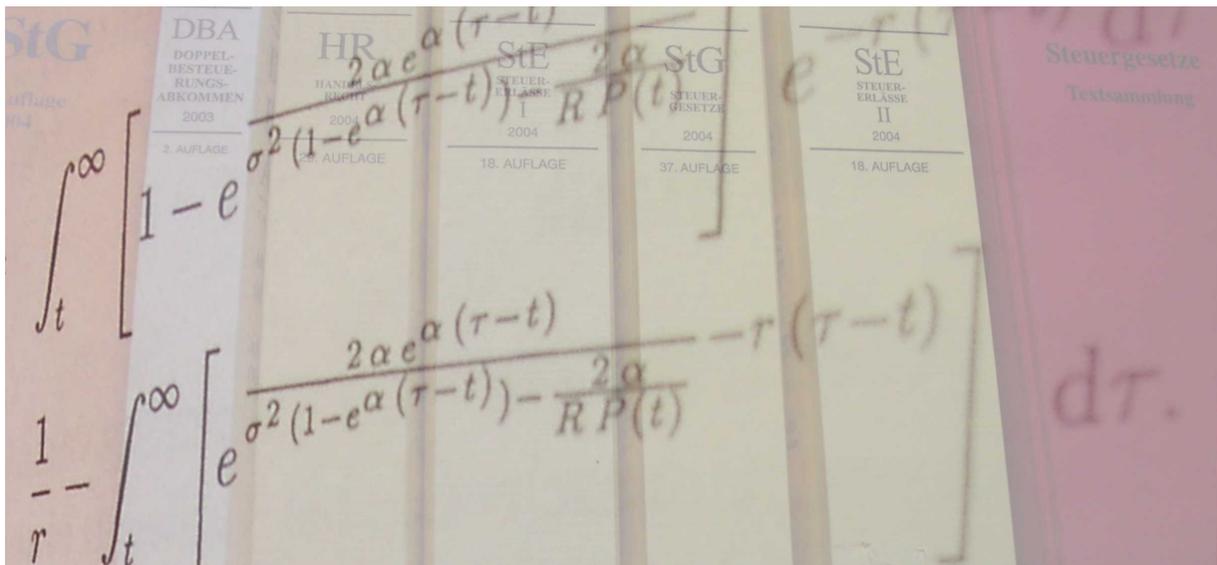


arqus

Arbeitskreis Quantitative Steuerlehre

www.arqus.info



Diskussionsbeitrag Nr. 49

Martin Jacob

Welche privaten Veräußerungsgewinne sollten besteuert werden?

August 2008

arqus Diskussionsbeiträge zur Quantitativen Steuerlehre
arqus Discussion Papers in Quantitative Tax Research
ISSN 1861-8944

Welche privaten Veräußerungsgewinne sollten besteuert werden?

Martin Jacob*

Zusammenfassung

Der vorliegende Beitrag untersucht anhand eines Wachstumsmodells die Entscheidungswirkungen der privaten Veräußerungsgewinnbesteuerung in verschiedenen Steuersystemen. Im Fall des Anteilschadels zwischen privaten Investoren induziert die Veräußerungsgewinnbesteuerung neben der Körperschaftsteuer und der im Kaufpreis berücksichtigten Ausschüttungsbesteuerung eine dritte Steuerbelastung. Im Gegensatz dazu kann durch den Aktienrückkauf anstelle von Dividenden die Steuerbelastung gegenüber Ausschüttungen gesenkt werden. Um eine neutrale Besteuerung des privaten Anteilshadels zu erreichen, ist es daher notwendig, eine Abgrenzung von Anteilrückkäufe gegenüber anderen privaten Veräußerungsvorgängen vorzunehmen und die Steuerbelastung des Aktienrückkauf der jeweiligen Dividendenbesteuerung anzupassen, während im Fall des Anteilshadels zwischen Privatpersonen eine Steuerentlastung erforderlich ist.

JEL-Classification: H21, H24, H25

Keywords: Veräußerungsgewinnbesteuerung, Unternehmensbesteuerung, Neutralität, Preisbildung, Anteilsverkauf, Aktienrückkauf, Ausschüttungspolitik

*Dipl.-Kfm. Martin Jacob, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftliche Steuerlehre, Eberhard Karls Universität Tübingen, Mohlstr. 36, 72074 Tübingen, Tel.: (07071)29-78156, E-Mail: martin.jacob@uni-tuebingen.de.

1 Einleitung

In Deutschland konnte im letzten Jahrzehnt eine Verschärfung der über die Steuerbarkeit von Veräußerungsgewinnen aus Anteilsverkäufen entscheidenden Kriterien beobachtet werden. Im Jahr 1999 wurde die Spekulationsfrist von sechs Monaten auf ein Jahr erhöht, und mit der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens in 2001 wurde die Grenze für wesentliche Beteiligungen von 10% auf 1% des Nennkapitals gesenkt. Die Unternehmenssteuerreform 2008 sieht eine generelle Erfassung der Veräußerungsgewinne unabhängig von der Dauer und der Höhe der Beteiligung vor. Im Gegensatz zu Deutschland wurde in den USA die Veräußerungsgewinnbesteuerung deutlich reduziert. Der Steuersatz auf langfristige Veräußerungsgewinne sank seit 1997 von 28% zunächst auf 20% und beträgt gegenwärtig 15%. Die Frist zur Differenzierung zwischen lang- und kurzfristigen Veräußerungsgewinnen¹ blieb dabei mit 12 Monaten unverändert².

Die gegenläufige Entwicklung der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen im internationalen Vergleich wirft nicht nur die Frage auf, welche Gründe für die Erhöhung oder die Verringerung der Steuerbelastung sprechen, sondern auch, in welchem Umfang die Besteuerung des privaten Anteilshandels, die von einer gänzlichen Steuerfreistellung bis hin zu einer vollständigen Erfassung des Veräußerungsgewinns reichen kann, als Ideallösung im Sinne einer ertragsteuerlichen Gleichbehandlung des Anteilshandels gegenüber anderen Kapitaleinkünften anzusehen ist. Die steuerliche Gleichbehandlung ist im Falle einer entscheidungsneutralen Besteuerung gegeben, die vorliegt, wenn die Rangfolge der Handlungsalternativen im Vergleich zur Entscheidung vor Steuern bei gegebenem Bruttozahlungsstrom des Investitionsobjekts durch den Einbezug von Steuern in das Entscheidungskalkül nicht verändert wird. Mit Hilfe dieses Maßstabs kann bestimmt werden, inwiefern geltende Regelungen eine privilegierende oder diskriminierende Wirkung aufweisen und welche Implikationen sich hinsichtlich der Umsetzung der wünschenswerten Besteuerung ergeben.

Von der Veräußerungsgewinnbesteuerung ausgehende Steuerwirkungen sind in zwei unterschiedlichen und voneinander unabhängigen Entscheidungssituationen denkbar: Zum einen im Rahmen der Transaktionsentscheidung beim Verkauf der Anteile an Dritte, zum anderen bei der Wahl des steueroptimalen Ausschüttungswegs. Erstere zeichnet sich dadurch aus, dass ein Verkauf der Alternative des Haltens nur dann vorzuziehen ist, wenn die Zahlungsbereitschaft des Erwerbers die Preisforderung des Veräußerers übersteigt und ein Einigungsbereich zwischen den Investoren vorhanden ist. In seiner Preisforderung kapitalisiert der Verkäufer dabei die Veräußerungsgewinnsteuer aus dem Verkauf des Anteils, während der Erwerber eine mögliche transaktionsbedingte Steuerentlastung bei der Ermittlung seiner Zahlungsbereitschaft berücksichtigt.

Im Entscheidungskalkül der steuerlich optimalen Gewinnausschüttung bestimmt der Eigner einer Kapitalgesellschaft, ob Ausschüttungen entweder über Dividendenzahlungen oder über Aktienrückkäufe vorgenommen werden sollten. Aktienrückkäufe stellen aufgrund der besonderen Käufer-Verkäufer-Konstellation neben einem privaten Veräußerungsvorgang an sich eine der Veräußerungsgewinnbesteuerung unterliegende alternative Ausschüttungsform zur Dividendenzahlung dar. Die zunehmende Bedeutung von Aktienrückkäufen kann als Indiz für die Relevanz der steuerlichen Erfassung von

¹Kurzfristige Veräußerungsgewinne unterliegen in voller Höhe der Einkommensteuer.

²Die Ausnahme bildet der Zeitraum von August 1997 bis Dezember 1997 mit einer Spekulationsfrist von 18 Monaten. Vgl. *Shackelford* (2000) S. 72f.

Veräußerungsgewinnen für die Besteuerung von Ausschüttungen angesehen werden. Allein die 50 Unternehmen des Euro-STOXX-50-Index haben im Jahr 2005 per Saldo Aktien im Wert von mehr als 20 Milliarden € zurückgekauft und bei den im S&P 500 gelisteten Unternehmen überwiegen mittlerweile Aktienrückkäufe gegenüber Dividendenzahlungen³. Einer Studie von *Grullon/Michaely* (2002) zufolge wurden im Jahr 2000 in den USA Aktien im Wert von 194 Milliarden \$ zurückgekauft, während im gleichen Zeitraum 171 Milliarden \$ an Dividenden ausgeschüttet wurden.

Die aktuelle Gesetzeslage differenziert nicht, ob ein Aktienrückkauf vorliegt oder der Anteil an einen fremden Dritten verkauft wird. Eine differenzierte Modellanalyse der Entscheidungssituationen zeigt, dass die einheitliche Besteuerung von Veräußerungsvorgängen die steuerliche Gleichbehandlung des Anteilshandels mit anderen Kapitaleinkünften verfehlt. Eine entscheidungsneutrale Veräußerungsgewinnbesteuerung erfordert eine Differenzierung der Veräußerungsvorgänge nach dem steuerlichen Status des Erwerbers. Als Vorbild hierfür dient das Schweizer Steuerrecht, das eine unterschiedliche steuerliche Behandlung der über einen Sekundärmarkt abgewickelten Aktienrückkäufe und anonymer Börsentransaktionen vorsieht. Die Modellierung verschiedener Steuersysteme ermöglicht überdies eine Aussage darüber, inwieweit diese Differenzierung eine steuersystemspezifische Notwendigkeit darstellt und wie eine Integration der Veräußerungsgewinnbesteuerung in die jeweilige Ertragsbesteuerung erfolgen kann.

Kapitel 2 fasst wichtige Beiträge zur Veräußerungsgewinnbesteuerung kurz zusammen. Kapitel 3 befasst sich mit den konzeptionellen und institutionellen Grundlagen. Der Einfluss auf die Preisbildung von Kapitalgesellschaftsanteilen und den Einigungsbereich zwischen privaten Investoren in verschiedenen Steuersystemen wird in Kapitel 4 untersucht. Der optimale Ausschüttungsweg wird in Kapitel 5 behandelt. Kapitel 6 fasst die Ergebnisse zusammen.

2 Stand der Literatur

Das Thema der Veräußerungsgewinnbesteuerung findet seit langem sowohl in modelltheoretischen als auch in empirischen Beiträgen große Beachtung. Zu den modelltheoretischen Beiträgen zählt u.a. *Stiglitz* (1983), der neben vier unterschiedlichen Steuervermeidungsstrategien, mit denen Investoren die Veräußerungsgewinnbesteuerung vollständig umgehen können, die negativen Wohlfahrtswirkungen des „Lock-In-Effekts“⁴ und den Einfluss der Veräußerungsgewinnbesteuerung sowohl auf das Steueraufkommen als auch auf das Sparverhalten von Investoren untersucht. *Ball* (1984) zeigt anhand der Einbeziehung der Einkommensteuern in die Aktienbewertung, dass eine Veräußerungsgewinnbesteuerung eine zusätzliche Belastung darstellt. Des Weiteren führt die asymmetrische Behandlung von Veräußerungsgewinnen und -verlusten zu einer Option des Fiskus auf den Veräußerungsgewinn des Anteilseigners. *Auerbach* (1991) sieht die Möglichkeit der Steuervermeidung durch eine Verlagerung der Veräußerung in die Zukunft. Eine Verschärfung der Besteuerung durch die periodische Erfassung von unrealisierten Wertsteigerungen eliminiert sowohl den „Lock-In-Effekt“ als auch die verschiedenen Steuervermeidungsstrategien.

³Vgl. *EZB* (2007) S. 115f.

⁴Der Begriff „Lock-In-Effekt“ wird in mehreren Zusammenhängen wie beispielsweise der Thesaurierung von Gewinnen auf Unternehmensebene verwendet. Im Kontext der Veräußerungsgewinnbesteuerung bezieht sich der „Lock-In-Effekt“ auf das Halten des Anteils, da der Verkauf zu einem transaktionsbedingten Nutzenverlust führt.

Klein (1999) weist nach, dass die noch nicht realisierten Veräußerungsgewinne aller Anteilseiger einen Einfluss auf die optimale Portfoliozusammenstellung des einzelnen Investors haben. Der Gleichgewichtspreis einer Aktie steigt, sollten durch Portfolioumschichtungen in den einzelnen Perioden Veräußerungsgewinne realisiert werden. *König/Wosnitza* (2000) untersuchen die verzerrende Wirkung der Besteuerung privater Aktienkursgewinne. Durch die Veräußerungsgewinnbesteuerung werden Kapitalgesellschaften entweder nicht gegründet, Beteiligungen nicht veräußert oder Gewinne nicht thesauriert. Es wird gezeigt, dass eine Sofortanrechnung des künftigen Veräußerungsverlusts beim Erwerber die negativen Effekte beseitigt.

Wenger (2000) sieht die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen als eine systematische Notwendigkeit der Besteuerung an, da andernfalls eine Doppelbelastung von bereits versteuerten Unternehmensgewinnen vorliegt. Eine Besteuerung des Veräußerungsvorgangs ist allerdings erforderlich, wenn es sich wie etwa beim Aktienrückkauf um einen Abfluss von Mitteln aus dem körperschaftsteuerlichen Sektor handelt, da andernfalls die Dividendenbesteuerung umgangen werden kann. *Sureth/Langeleh* (2007) untersuchen die Steuerwirkungen verschiedener Steuersysteme und der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf Investitionsentscheidungen. Die formale Untersuchung unter Sicherheit zeigt, dass im Rahmen eines Shareholder-Relief-Verfahrens größere Verzerrungen als in einem Vollanrechnungsverfahren entstehen. Eine Monte-Carlo-Simulation bestätigt dieses Ergebnis für hohe Einkommensteuersätze, während bei niedrigen Einkommensteuersätzen das Vollanrechnungsverfahren zu größeren Verzerrungen führt.

Zodrow (1995) gibt einen umfassenden Literaturüberblick über eine Vielzahl von empirischen Studien der Veräußerungsgewinnbesteuerung, die thematisch entweder in Transaktions- und Steueraufkommenseffekte, Effizienzüberlegungen oder Verteilungswirkungen eingeordnet werden. Die bis dato veröffentlichten Studien, ihre Methoden und deren Ergebnisse werden zusammenfassend dargestellt und hinsichtlich ihrer Aussagekraft evaluiert. *Collins/Kemsley* (2000) untersuchen empirisch den Einfluss der Dividenden- und Veräußerungsgewinnbesteuerung auf die Bewertung von Aktien und zeigen, dass beide Steuern den Wert von thesaurierten Gewinnen verringern, dass die latente Dividendenbesteuerung in den Aktienkursen kapitalisiert ist und dass eine Dreifachbesteuerung durch die Unternehmens-, die Dividenden- und die Veräußerungsgewinnbesteuerung resultiert. *Shackelford* (2000) fasst verschiedene Studien über den Einfluss der US-amerikanischen Reformen der Veräußerungsgewinnbesteuerung der Jahre 1997 und 1998 auf die Aktienkursentwicklung zusammen. Die Marktreaktion auf die steuerlichen Änderungen ist ökonomisch signifikant, wobei die Höhe der Preisreaktion mit zunehmender Dividendenquote sinkt. Die Reaktion erfolgt dabei sehr schnell und ist im Zeitpunkt der öffentlichen Ankündigung fast vollständig abgeschlossen.

Poterba/Weisbenner (2001) zeigen, dass die Differenzierung des Veräußerungsgewinntarifs nach der Haltedauer dazu führt, dass verlustbringende Aktien vor Jahresende verkauft werden, um die Verluste sofort zu verrechnen. Dieses von der Veräußerungsgewinnbesteuerung motivierte Verkaufsverhalten trägt damit zur Umsatzanomalie der Börse am Jahreswechsel bei. *Jin* (2006) untersucht, ob die Veräußerungsgewinnbesteuerung ein Hemmnis für den Anteilshandel darstellt. Der Veräußerungsgewinnbesteuerung unterliegende Investoren vermeiden die Realisierung von aufgelaufenen Veräußerungsgewinnen und verkaufen vermehrt Aktien mit hohen Verlusten. Dieses Verhaltensmuster lässt sich hingegen für Investoren, die Veräußerungsgewinne steuerfrei realisieren können, nicht erkennen.

Ayers et al. (2007) weisen eine negative Korrelation zwischen der Veräußerungsgewinnbesteuerung und der Anzahl an Firmenübernahmen in den USA nach. Die Veräußerungsgewinnbesteuerung stellt Transaktionskosten dar, die in den Jahren hoher Steuersätze eine geringe Übernahmeaktivität zur Folge hat. Dai et al. (2008) untersuchen erstmals den Kapitalisierungseffekt der Erwerberseite in Verbindung mit dem „Lock-In-Effekt“ der Veräußererseite. Die empirische Studie bestätigt den signifikanten gemeinsamen Einfluss beider bislang isoliert nachgewiesener Effekte auf die Rendite und das Transaktionsvolumen einer Aktie.

3 Konzeptionelle und institutionelle Grundlagen

Ein hinsichtlich der Veräußerungsgewinnbesteuerung neutrales Steuersystem ist gegeben, wenn die Veräußerungsentscheidung des Anteilseigners durch den Einbezug der Besteuerung in das jeweilige Entscheidungskalkül nicht beeinflusst wird. Demzufolge sollten die privaten Veräußerungsvorgänge, also sowohl der Anteilshandel zwischen Dritten als auch der Aktienrückkauf, steuerlich weder privilegiert noch diskriminiert werden. Für die wünschenswerte Veräußerungsgewinnbesteuerung bedeutet dies, dass durch die steuerliche Erfassung von realisierten Wertsteigerungen im Rahmen eines klassischen Körperschaftsteuersystems bzw. eines Shareholder-Relief-Verfahrens weder eine zusätzliche Belastung von Unternehmensgewinnen induziert werden sollte, noch eine Umgehung der Besteuerung auf Unternehmens- oder auf Anteilseignerebene ermöglicht werden soll⁵. Die Veräußerungsgewinnbesteuerung darf in einem Steuersystem mit einer Definitivbesteuerung auf Unternehmensebene weder eine Doppelbelastung nach sich ziehen noch eine Steuerfreiheit zulassen.

Die Steuerwirkungen und die sich daraus für die Steuerbarkeit von Veräußerungsgewinnen ergebenden Konsequenzen können nicht nur zwischen den einzelnen Steuersystemen differieren, sondern können auch von den unterschiedlichen Ursachen der Wertsteigerungen und -minderungen abhängig sein. Die Wertänderungen lassen sich grundsätzlich in eine prospektive und in eine retrospektive Komponente zerlegen. Für die Zwecke der Anteilsbewertung müssen zum Zeitpunkt der Transaktion Erwartungen über die prospektiven Größen sowohl des Unternehmens selbst, z.B. über die Eigenkapitalrendite, als auch des Kapitalmarkts, z.B. über den risikolosen Zinssatz, gebildet werden. Treten diese Erwartungen nicht ein, bzw. müssen diese revidiert werden, kommt es zu Wertänderungen. Eine unerwartete Zinssenkung oder eine Anhebung der Gewinnprognosen führen zu einem Anstieg des Aktienkurses, während die Verkündung einer Leitzinserhöhung bzw. einer Gewinnwarnung fallende Kurse nach sich zieht.

Die Thesaurierung von Gewinnen stellt im Gegensatz dazu eine retrospektive, unternehmensbezogene Wertsteigerungskomponente dar. Die einbehaltenen, mit Körperschaftsteuer belasteten Gewinne erhöhen dabei das Eigenkapital des Unternehmens. Unterstellt man eine konstante Eigenkapitalrentabilität und Ausschüttungspolitik des Unternehmens, steigen durch die Thesaurierung die Dividenden

⁵Das klassische Körperschaftsteuersystem erfasst Gewinne zunächst mit Körperschaftsteuer und belegt diese im Fall der Ausschüttung mit der vollen Einkommensteuer, so dass es zu einer ungemilderten zweifachen Belastung der Ausschüttungen kommt. Ein Shareholder-Relief-Verfahren, eine Form der „klassischen“ Unternehmensbesteuerung, verringert die Doppelbelastung der Unternehmensgewinne durch eine Tarifiermäßigung auf Dividenden oder eine partielle Steuerfreistellung bei der Einkommensteuer. Vgl. *Schreiber* (2008) S. 77f.

und der Anteilswert in jeder Periode. Da die jeweilige Ertragsbesteuerung zum einen die thesaurierten Gewinne, zum anderen aber auch die zur Anteilsbewertung verwendeten Dividenden in ihrer Höhe beeinflusst, ergibt sich die Frage, inwiefern die Wirkungen der Veräußerungsgewinnbesteuerung steuersystemspezifisch sind.

Für die einzelnen Steuersysteme sind daher heterogene Implikationen hinsichtlich der steuerlichen Behandlung von Veräußerungsgewinnen in Abhängigkeit der Wertsteigerungsursachen denkbar. Die Vielzahl an Kombinationen, die sich aus den retrospektiven sowie prospektiven Ursachen, unterschiedlichen Steuersystemen und den verschiedenen Entscheidungssituationen ergibt, verdeutlicht die Komplexität und die Mehrdimensionalität des Problems der Veräußerungsgewinnbesteuerung. Unter der Annahme eines vollkommenen Kapitalmarkts unter Sicherheit untersucht der vorliegende Beitrag die steuerlichen Implikationen hinsichtlich der Behandlung von durch Gewinnthesaurierung hervorgerufenen Wertsteigerungen in den einzelnen Steuersystemen.

Die modelltheoretische Abbildung umfasst ein klassisches Körperschaftsteuersystem und ein Shareholder-Relief-Verfahren, um die Auswirkungen der Verschärfung der Veräußerungsgewinnbesteuerung in Deutschland einerseits und andererseits der Steuerentlastung in den USA einordnen zu können. Während in den USA mit dem *Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act* im Jahr 2003 der Übergang von einem klassischen Körperschaftsteuersystem zu einem Shareholder-Relief-Verfahren vollzogen wurde, führt in Deutschland die Einführung der Abgeltungssteuer unter der Annahme eines festverzinslichen Wertpapiers als die durch den Kapitalisierungszinsfuß innerhalb des Kapitalwertkalküls repräsentierte Alternativanlage zu einer Ablösung des Shareholder-Relief-Verfahrens durch ein klassisches Körperschaftsteuersystem⁶. Überdies wird ein Steuersystem mit einer Definitivbesteuerung auf Unternehmensebene abgebildet, das in Griechenland, Lettland und der Slowakei existiert und innerhalb der Steuerwirkungsanalyse der Veräußerungsgewinnbesteuerung bislang vernachlässigt wurde.

4 Anteilsveräußerung zwischen Privatinvestoren

In diesem Abschnitt wird zunächst ein allgemeines Modell zur Preisbildung des Verkäufers und des Erwerbers unter Berücksichtigung der Unternehmens-, Einkommen- und der Veräußerungsgewinnsteuer hergeleitet. Anschließend werden ein klassisches Körperschaftsteuersystem, ein Shareholder-Relief-Verfahren und ein Steuersystem mit einer Definitivbesteuerung auf Unternehmensebene auf ihre systemspezifischen Wirkungen hin untersucht.

4.1 Preisbildungsmechanismus

Die Modellierung geht von einem vollkommenen Kapitalmarkt unter Sicherheit aus⁷. Der potentielle Erwerber ist ebenso wie der Veräußerer ein privater Investor. Die Entscheidung über die Gründung der Kapitalgesellschaft trifft der Veräußerer in $t = 0$ mit Hilfe des Kapitalwerts beim Halten des

⁶Die gleiche Einordnung nimmt auch *Homburg* (2007) S. 609 vor, der explizit auf die „historische Ironie“ der konträren Entwicklungen in Deutschland und in den USA hinweist.

⁷Ähnliche Annahmen finden sich bei *König/Wosnitza* (2000) S. 783f. bzw. *Sureth/Langeleh* (2007) S. 313f.

Anteils KW . Ist dieser Kapitalwert positiv, erfolgt die Gründung und die Voraussetzung für die Betrachtung der Veräußerungsentscheidung ist gegeben⁸.

Die Bewertung der Anteile und die Bestimmung des Kapitalwerts KW erfolgen unter Verwendung eines allgemeinen Wachstumsmodells⁹. Dabei verzinst sich das Eigenkapital E_t , das in $t = 0$ den Anschaffungskosten A_0 des Veräußerers entspricht, mit der Eigenkapitalrendite r . Ein konstanter Teil $(1 - \gamma)$ des Gewinns G_t fließt dem Anteilseigner in Form von Dividenden (D_t) zu. Der verbleibende Anteil des Gewinns wird thesauriert und erhöht in jeder Periode das Eigenkapital um $\gamma \cdot G_t$ ¹⁰. Als Alternativinvestition steht den Investoren eine private Kapitalmarktanlage mit dem konstanten Zinssatz i zur Verfügung.

Der Preis, den der Erwerber zum Zeitpunkt der Veräußerung in $t = T_1$ maximal zu zahlen bereit ist, wird als Grenzpreis des Erwerbers ($GP_{T_1}^E$) bezeichnet. Der Veräußerer ermittelt seinerseits den Preis, den er minimal verlangt, um sich nicht schlechter zu stellen als beim Halten des Anteils (Grenzpreis des Veräußerers $GP_{T_1}^V$)¹¹. Liegt die Zahlungsbereitschaft des Erwerbers oberhalb der Preisforderung des Verkäufers, resultiert eine positive Grenzpreisdifferenz, definiert als $\Delta GP = GP_{T_1}^E - GP_{T_1}^V$, und der sofortige Verkauf ist die optimale Handlungsalternative. Im Fall einer negativen Grenzpreisdifferenz findet die Transaktion nicht statt, da kein Einigungsbereich zwischen dem Erwerber und dem Veräußerer vorhanden ist. Bei $\Delta GP = 0$ ist der Veräußerer indifferent zwischen dem Halten und dem Verkauf des Anteils.

Anhand der Entscheidungssituation vor Steuern wird mittels der Grenzpreisdifferenz die Rangfolge der Handlungsalternativen des Veräußerers ermittelt. Hierfür bestimmen beide Investoren ihre jeweiligen Grenzpreise. Unter der Annahme, dass der Erwerber den Anteil nicht weiterveräußern wird, berechnet sich sein Grenzpreis ($GP_{T_1}^E$) aus dem Barwert der ihm zufließenden Dividenden¹². Der minimale Veräußerungspreis ($GP_{T_1}^V$), den der Verkäufer verlangt, entspricht ebenfalls dem Barwert der Dividenden, die ihm beim Halten des Anteils zufließen. Die Grenzpreise sind identisch und somit beträgt die Grenzpreisdifferenz generell null.

$$GP_{T_1}^E = \sum_{t=T_1+1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+i)^t} = \frac{(1-\gamma) \cdot r}{i - \gamma \cdot r} \cdot (1 + \gamma \cdot r)^{T_1} \cdot E_0 = GP_{T_1}^V \quad (1)$$

Der Veräußerer ist indifferent zwischen dem Verkauf und dem Halten des Anteils und kann seinen Anteil zu jedem Zeitpunkt ohne Nutzenverlust verkaufen. Die Neutralität der Veräußerungsgewinnbesteuerung ist demnach gegeben, wenn die Grenzpreisdifferenz nach Steuern generell null beträgt¹³. Eine Verletzung der Neutralität liegt vor, wenn eine der beiden Handlungsalternativen die andere dominiert.

⁸Die Parameterkonstellation der Grenzpreisdifferenz schließt den Fall aus, dass das Halten des Anteils zu einem negativen Kapitalwert führt und gleichzeitig die Alternative des Verkaufs einen positiven Kapitalwert erzielt.

⁹Vgl. *Gordon* (1963).

¹⁰Über eine Endogenisierung der Thesaurierungsquote könnte überdies die Optimalität der Ausschüttungspolitik gewährleistet werden. Da dies keine zusätzlichen Erkenntnisse hinsichtlich der Veräußerungsgewinnbesteuerung liefert, wird eine konstante und unter Umständen suboptimale Thesaurierungsquote festgelegt.

¹¹Vgl. zu den Definitionen der Grenzpreise *Schreiber/Mai* (2008) S. 6.

¹²Der Einbezug einer möglichen Weiterveräußerung in das Grenzpreiskalkül vor Steuern würde die Höhe der Zahlungsbereitschaft nicht beeinflussen.

¹³Zur Verwendung der Grenzpreisdifferenz als Möglichkeit der Neutralitätsanalyse vgl. *Schreiber/Mai* (2008) S. 19.

4.1.1 Kapitalwert der Beteiligung

Für die Bestimmung des Kapitalwerts und der Grenzpreise nach Steuern werden folgende steuerliche Größen benötigt¹⁴:

- ϕ zu versteuernder Anteil der Dividende,
- s_{Div} Steuersatz auf Dividenden,
- s_{Unt} Steuersatz auf Unternehmensebene,
- s_{VG} Steuersatz auf Veräußerungsgewinne,
- s_{Zins} Steuersatz auf Zinsen.

Der Kapitalwert des Anteils ergibt sich aus dem Barwert der Nettodividenden abzüglich der Anschaffungskosten A_0 .

$$KW = -A_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1 - \phi \cdot s_{Div}) \cdot D_t}{(1 + (1 - s_{Zins}) \cdot i)^t} \quad (2)$$

Die Dividende, die mit $\phi \cdot s_{Div}$ versteuert wird, entspricht dem $(1 - \gamma)$ -fachen des Gewinns nach Steuern G_t .

$$D_t = (1 - \gamma) \cdot G_t \quad (3)$$

Durch die Anwendung des Gordon-Modells kann ein allgemeiner Ausdruck für den Gewinn nach Steuern hergeleitet werden¹⁵. Das Eigenkapital erhöht sich jeweils um den thesaurierten Anteil des Gewinns nach Steuern, woraus ein exponentielles Wachstum mit der Basis $(1 + \gamma \cdot (1 - s_{Unt}) \cdot r)$ resultiert.

$$G_t = (1 - s_{Unt}) \cdot r \cdot (1 + \gamma \cdot (1 - s_{Unt}) \cdot r)^{t-1} \cdot E_0 \quad (4)$$

Somit lässt sich Gleichung (2) unter Verwendung der Gleichungen (3) und (4) für $t = 0$ schreiben als:

$$KW = -A_0 + \frac{(1 - \gamma) \cdot (1 - \phi \cdot s_{Div}) \cdot G_1}{(1 + \gamma \cdot (1 - s_{Unt}) \cdot r)} \cdot \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{1 + (1 - s_{Zins}) \cdot i}{1 + \gamma \cdot (1 - s_{Unt}) \cdot r} \right)^{-t} \quad (5)$$

Mit $E_0 = A_0$, $i_s = (1 - s_{Zins}) \cdot i$, $r_{s_{Unt}} = (1 - s_{Unt}) \cdot r$ und $r_s = (1 - \phi \cdot s_{Div}) \cdot (1 - s_{Unt}) \cdot r$ lässt sich der Kapitalwert umformen zu¹⁶:

$$KW = -E_0 + \frac{(1 - \gamma) \cdot r_s}{i_s - \gamma \cdot r_{s_{Unt}}} \cdot E_0 \quad (6)$$

Der Kapitalwert kann mit Hilfe des Vorteilhaftigkeitsfaktors Θ vereinfacht dargestellt werden als:

$$KW = (\Theta - 1) \cdot E_0 \quad (7)$$

¹⁴Eine Parametrisierung der Besteuerung auf Unternehmensebene würde eine Betrachtung eines Anrechnungsverfahrens ermöglichen. Für die Ergebnisse hinsichtlich des Anrechnungsverfahrens wird auf *Sureth/Langeleh* (2007) verwiesen.

¹⁵Vgl. zur Anwendung des Gordon-Modells *König/Wosnitza* (2000) S. 784 ff. und *Sureth/Langeleh* (2007) S. 314 ff.

¹⁶Damit der Barwert der Dividenden konvergiert und ökonomisch sinnvolle Werte resultieren, gilt für die Thesaurierungsquote $0 \leq \gamma < 1 \wedge \gamma < \frac{r_{s_{Unt}}}{i_s}$.

$$\text{mit } \Theta = \frac{(1 - \gamma) \cdot (1 - s_{Unt}) \cdot (1 - \phi \cdot s_{Div}) \cdot r}{(1 - s_{Zins}) \cdot i - \gamma \cdot (1 - s_{Unt}) \cdot r}.$$

Die Gründung der Kapitalgesellschaft erfolgt für Vorteilhaftigkeitsfaktoren von $\Theta \geq 1$. Die Höhe von Θ hängt von der Thesaurierungsquote γ , den Steuersätzen und der Eigenkapitalverzinsung r ab. Ohne eine Kenntnis der Steuersätze kann keine allgemeingültige Aussage über die steuerliche Verwertung der Investitionsentscheidung bei einer vorsteuerlichen Grenzinvestition ($r=i$) getroffen werden. Die Höhe des Vorteilhaftigkeitsfaktors determiniert mit $\Theta \geq 1$ die notwendige Bedingung für die Verwendung der Grenzpreisdifferenz als Entscheidungskriterium bei der Transaktionsentscheidung des Veräußerers.

4.1.2 Grenzpreis des Erwerbers

Zunächst wird der Erwerbergrenzpreis ermittelt, wobei eine Unterscheidung danach erfolgt, ob der Anteil gehalten wird oder im Zeitpunkt $t = T_2$ ($T_2 > T_1$) weiterveräußert wird¹⁷. Diese Differenzierung dient der Bestimmung des maximalen Grenzpreises des Erwerbers.

Halten des Anteils

Wenn der Erwerber nach dem Kauf den Anteil hält, ergibt sich sein Grenzpreis aus dem Barwert der Nettodividenden ab $t = T_1 + 1$.

$$GP_{T_1}^{E,H} = \sum_{t=T_1+1}^{\infty} \frac{D_t \cdot (1 - \phi \cdot s_{Div})}{(1 + i_s)^{t-T_1}} \quad (8)$$

Somit lässt sich Gleichung (8) für den Verkaufszeitpunkt T_1 schreiben als:

$$GP_{T_1}^{E,H} = \frac{(1 - \gamma) \cdot (1 - \phi \cdot s_{Div}) \cdot G_{T_1+1}}{1 + \gamma \cdot r_{s_{Unt}}} \cdot \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{1 + i_s}{1 + \gamma \cdot r_{s_{Unt}}} \right)^{-t}. \quad (9)$$

Für den Gewinn in Periode $T_1 + 1$ gilt:

$$G_{T_1+1} = r \cdot (1 - s_{Unt}) \cdot (1 + \gamma \cdot r_{s_{Unt}})^{T_1} \cdot E_0. \quad (10)$$

Unter Verwendung des Vorteilhaftigkeitsfaktors vereinfacht sich der Grenzpreis des Erwerbers zu:

$$GP_{T_1}^{E,H} = \Theta \cdot (1 + \gamma \cdot r_{s_{Unt}})^{T_1} \cdot E_0. \quad (11)$$

Der Preis, den der Erwerber zu zahlen bereit ist, steigt mit der Eigenkapitalverzinsung, der Thesaurierungsquote und dem Verkaufszeitpunkt aufgrund der thesaurierungsbedingten Eigenkapitalerhöhung in jeder Periode.

¹⁷Für den Fall, dass eine andere Kapitalgesellschaft den Anteil erwerben will, erfolgt die Bewertung aus der Eignersicht des kaufenden Unternehmens. Unterstellt man die sofortige Ausschüttung der Dividendenzahlungen, muss lediglich der Steuersatz auf Dividenden (s_{Div}^*) modifiziert werden. Auf der Ausschüttung würde dann zusätzlich eine mögliche Dividendensteuer auf Unternehmensebene (s_{Div}^{Unt}) lasten, so dass $s_{Div}^* = s_{Div}^{Unt} + \phi \cdot s_{Div} - s_{Div}^{Unt} \cdot \phi \cdot s_{Div}$ gilt.

Weiterveräußerung in $t = T_2$

Alternativ kann der Erwerber eine Weiterveräußerung in $t = T_2$ in Betracht ziehen. Der Grenzpreis des Erwerbers bei einer Weiterveräußerung ($GP_{T_1}^{E,VK}$) setzt sich aus dem Barwert der Nettodividenden zwischen $t = T_1 + 1$ und $t = T_2$ und dem Barwert des Verkaufspreises (P_{T_2}) abzüglich der Steuer auf den Veräußerungsgewinn $s_{VG} \cdot (P_{T_2} - GP_{T_1}^{E,VK})$ zusammen.

$$GP_{T_1}^{E,VK} = \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{(1-\gamma) \cdot (1-\phi \cdot s_{Div}) \cdot G_t}{(1+i_s)^{t-T_1}} + \frac{P_{T_2} - s_{VG} \cdot (P_{T_2} - GP_{T_1}^{E,VK})}{(1+i_s)^{T_2-T_1}} \quad (12)$$

Zur Vereinfachung wird angenommen, dass der nächste Käufer den Anteil dauerhaft halten wird. Der Erwerber antizipiert den Wiederverkaufspreis P_{T_2} , der dem Grenzpreis des Erwerbers beim Halten des Anteils $GP_t^{E,H}$ für $t = T_2$ entspricht.

$$P_{T_2} = \Theta \cdot (1 + \gamma \cdot r_{s_{unt}})^{T_2} \cdot E_0 \quad (13)$$

Ein in Abhängigkeit von $GP_{T_1}^{E,H}$ dargestellter Barwert der Dividenden erleichtert die Umformung des Grenzpreises des Erwerbers bei einer Weiterveräußerung¹⁸.

$$\sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{(1-\gamma) \cdot (1-\phi \cdot s_{Div}) \cdot G_t}{(1+i_s)^t} = GP_{T_1}^{E,H} \cdot \left(1 - \left(\frac{1 + \gamma \cdot r_{s_{unt}}}{1 + i_s} \right)^{T_2-T_1} \right) \quad (14)$$

Durch Verwendung von Gleichung (14) lässt sich $GP_{T_1}^{E,VK}$ umformen zu:

$$GP_{T_1}^{E,VK} = GP_{T_1}^{E,H} \cdot \frac{1 - s_{VG}}{1 - \frac{s_{VG}}{(1+i_s)^{T_2-T_1}}} \quad (15)$$

Der maximale Erwerberpreis resultiert aus dem Vergleich von $GP_{T_1}^{E,VK}$ und $GP_{T_1}^{E,H}$. Für $T_2 > T_1$ gilt nach Gleichung (15) stets:

$$GP_{T_1}^{E,H} > GP_{T_1}^{E,VK} \quad (16)$$

Der Erwerber ist demnach bereit, einen höheren Preis zu zahlen, wenn er seinen Anteil hält und nicht weiterveräußert, da die Veräußerungsgewinnbesteuerung neben der Körperschaft- und Einkommensteuer eine zusätzliche, kaufpreismindernde Steuerbelastung verursachen würde¹⁹.

4.1.3 Grenzpreis des Veräußerers

Der Veräußerer entscheidet in $t = T_1$, ob er seinen Anteil verkauft oder ihn weiter hält. Verkauft er den Anteil, erhält er den erzielten Kaufpreis $GP_{T_1}^V$ (Grenzpreis des Veräußerers) abzüglich der Steuer auf den Veräußerungsgewinn $s_{VG} \cdot (GP_{T_1}^V - A_0)$. Hält er seinen Anteil, fließen ihm die Nettodividenden

¹⁸Es gilt $\sum_{t=1}^n \frac{D}{q^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{q^t} \cdot \left(1 - \frac{1}{q^n}\right)$, da $\sum_{t=1}^n \frac{D}{q^t} = D \cdot \frac{q^n - 1}{i \cdot q^n} = D \cdot \frac{1}{i} \cdot \left(1 - \frac{1}{q^n}\right)$ mit $\sum_{t=1}^{\infty} q^{-t} = \frac{1}{i}$.

¹⁹Vgl. Ball (1984) S. 473f. oder auch Collins/Kemsley (2000) S. 407.

zu. Das Grenzpreiskalkül resultiert aus dem Vergleich der beiden Handlungsalternativen.

$$GP_{T_1}^V - s_{VG} \cdot (GP_{T_1}^V - A_0) = \sum_{t=T_1+1}^{\infty} \frac{(1-\gamma) \cdot (1-\phi \cdot s_{Div}) \cdot G_t}{(1+i_s)^{t-T_1}} \quad (17)$$

Die rechte Seite von Gleichung (17) entspricht dem Grenzpreis des Erwerbers. Folglich beträgt der Grenzpreis des Veräußerers unter Verwendung von Gleichung (11) und für $A_0 = E_0$

$$GP_{T_1}^V = \Theta \cdot (1 + \gamma \cdot r_{s_{U_{nt}}})^{T_1} \cdot E_0 + \frac{s_{VG}}{1 - s_{VG}} \cdot [\Theta \cdot (1 + \gamma \cdot r_{s_{U_{nt}}})^{T_1} - 1] \cdot E_0 . \quad (18)$$

Anhand von Gleichung (18) erkennt man, dass der Veräußerer neben dem Barwert der künftigen Dividenden, der dem Grenzpreis des Erwerbers entspricht, die Steuer auf den Veräußerungsgewinn in seine Preisforderung einbezieht.

4.1.4 Grenzpreisdifferenz

Ausgehend von der Definition der Grenzpreisdifferenz im Verkaufszeitpunkt $\Delta GP_{T_1} = GP_{T_1}^E - GP_{T_1}^V$ können die entsprechenden Grenzpreise aus den Gleichungen (11) und (18) eingesetzt werden²⁰. Die Grenzpreisdifferenz ist neben den durch den Vorteilhaftigkeitsfaktor Θ repräsentierten Variablen vom Verkaufszeitpunkt T_1 und dem Steuersatz auf Veräußerungsgewinne s_{VG} abhängig:

$$\Delta GP_{T_1} = -s_{VG} \cdot \frac{E_0 \cdot (\Theta \cdot (1 + \gamma \cdot r_{s_{U_{nt}}})^{T_1} - 1)}{1 - s_{VG}} . \quad (19)$$

Eine verzerrungsfreie Transaktionsentscheidung ist gegeben, wenn Veräußerungsgewinne steuerfrei realisiert werden können ($s_{VG} = 0$) oder der Verkaufserlös und die Anschaffungskosten ($\Theta \cdot (1 + \gamma \cdot r_{s_{U_{nt}}})^{T_1} \cdot E_0 - A_0$) übereinstimmen. In beiden Fällen ist der Veräußerer indifferent zwischen dem Verkauf und dem Halten des Anteils, da keine transaktionsbedingte Steuerzahllast entsteht.

Eine positive Grenzpreisdifferenz resultiert, wenn die Anschaffungskosten den Verkaufserlös übersteigen und ein Veräußerungsverlust entsteht. Dieser Fall ergibt sich für Vorteilhaftigkeitsfaktoren von $\Theta < 1$, also für negative Kapitalwerte beim Halten des Anteils, so dass die Kapitalgesellschaft in $t = 0$ nicht gegründet würde²¹.

²⁰Für den Grenzpreis des Erwerbers wird angenommen, dass der Anteil nach dem Erwerb gehalten wird, da dies den maximalen Einigungsbereich impliziert.

²¹Hinsichtlich der empirischen Untersuchungen der Verlustverrechnung von Veräußerungsgewinnen wird speziell auf *Auerbach et al. (2000)* verwiesen, die Steuervermeidungsstrategien über die Verrechnung von Veräußerungsverlusten untersuchen. Als Ergebnis zeigt sich, dass vermehrt Veräußerungsgewinne realisiert werden, wenn ein entsprechendes Verlustverrechnungspotential vorhanden ist. Da in vielen Ländern nur eine interne Verlustverrechnung von Veräußerungsverlusten existiert, können diese nicht mit anderen Einkunftsarten, sondern nur mit Veräußerungsgewinnen verrechnet werden. Durch diese Verrechnung entsteht bei der Realisierung von Veräußerungsgewinnen keine transaktionsbedingte Steuerlast und der Veräußerer ist indifferent zwischen dem Halten und der Veräußerung des Anteils. Die Grenzpreisdifferenz aus Gleichung (19) erklärt zudem die empirischen Ergebnisse von *Jun (2006)*. Betrachtet man die Verkaufsentscheidung unabhängig von der Entscheidung über die Gründung der Kapitalgesellschaft, ist ein Verkauf optimal, wenn ein Veräußerungsverlust entsteht, während das Halten der Veräußerung vorzuziehen ist, wenn ein Veräußerungsgewinn realisiert würde. Dieses von der Veräußerungsgewinnbesteuerung verursachte Verkaufsverhalten ist für Investoren, die Veräußerungsgewinne steuerfrei realisieren können, nicht gegeben, da für $s_{VG} = 0$ die Grenzpreisdifferenz generell Null beträgt.

Verwendet man die notwendige Bedingung für die Vorteilhaftigkeit des Kapitalgesellschaftsanteils ($\Theta \geq 1$), resultiert daraus stets eine negative Grenzpreisdifferenz und der „Lock-In-Effekt“ der Veräußerungsgewinnbesteuerung, wenn die Thesaurierungsquote über 0% liegt und die Transaktion nach dem Gründungszeitpunkt ($T_1 > 0$) erfolgt. Ein Verkauf findet nicht statt, und der Veräußerer ist zum Halten des Anteils gezwungen, wenn er keinen transaktionsbedingten Nutzenverlust durch die Veräußerungsgewinnbesteuerung hinnehmen will. Der entstandene Veräußerungsgewinn verursacht eine vom Veräußerer in seiner Preisforderung berücksichtigte Steuerzahllast. Da dem Erwerber keine Steuerentlastung gegenübersteht, kann der Veräußerer seine Preisforderung nicht durchsetzen²². Dabei kann er durchaus einen positiven Kapitalwert mit dem Verkauf erzielen, jedoch würde er mit dem Halten stets einen höheren Kapitalwert realisieren und demzufolge seinen Anteil weiter halten.

4.2 Systemspezifische Wirkungen

In diesem Abschnitt erfolgt die Berechnung der Kapitalwerte des Haltens und des Verkaufs in den drei erwähnten Steuersystemen. Der Vergleich mit dem Kapitalwert vor Steuern (KW^0) ermöglicht zusätzlich Aussagen über die Steuereffekte bei der Investitionsentscheidung. Der Berechnung der Kapitalwerte werden folgende Annahmen zu Grunde gelegt:

- Die Anschaffungskosten sind $A_0=1$.
- Die Veräußerung des Anteils erfolgt nach 10 Perioden ($T_1=10$).
- Als Alternativinvestition steht ein festverzinsliches Wertpapier mit einer Verzinsung von $i=5\%$ zur Verfügung.
- Es wird eine Thesaurierungsquote von 30% bzw. 65% unterstellt.

4.2.1 Klassisches Körperschaftsteuersystem

Setzt man den Parameter ϕ gleich eins, resultiert ein klassisches Körperschaftsteuersystem, wie es bis 2003 Anwendung in den USA fand. Für die Berechnung wird das deutsche Steuersystem nach der Unternehmenssteuerreform 2008 implementiert. Die Steuerwirkungen sind durch die Annahme der festverzinslichen Anlage als Alternativinvestition und der gleichen Tarifbelastung von Zinsen und Dividenden mit denen eines klassischen Körperschaftsteuersystems identisch.

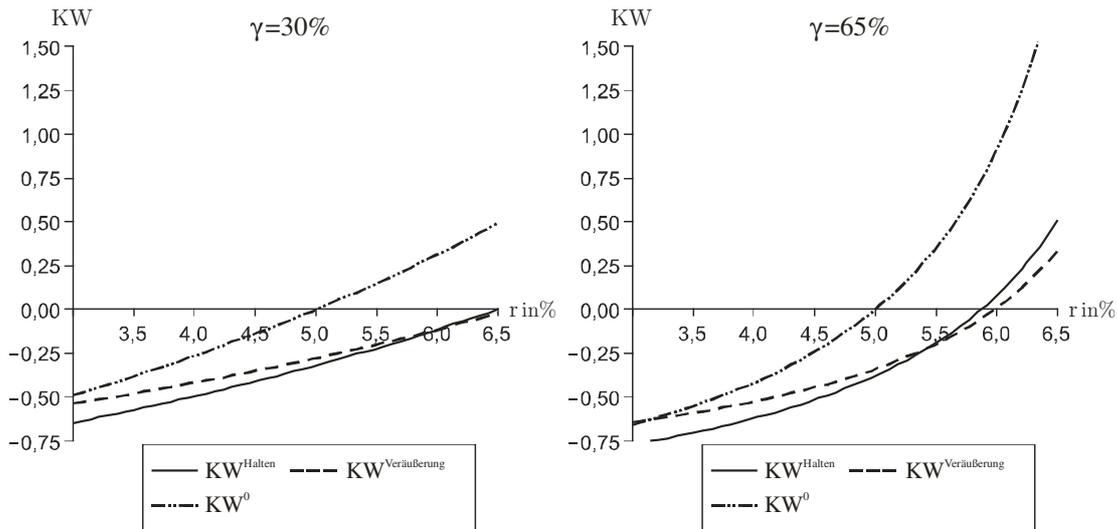
Folgende steuersystemspezifische Annahmen werden getroffen:

- Der Steuersatz auf Unternehmensebene ist $s_{Unt}=30\%$.
- Zinsen (s_{Zins}), Dividenden (s_{Div}) und Veräußerungsgewinne (s_{VG}) werden mit 25% besteuert.

Abbildung 1 stellt den Kapitalwert beim Halten des Anteils (KW^{Halten}), beim Verkauf des Anteils ($KW^{Veräußerung}$) und im steuerfreien Fall (KW^0) in Abhängigkeit von der Eigenkapitalverzinsung dar.

²²Im Fall des Verkaufs einer Personengesellschaft gibt es hingegen, wie *Wagner* (2007) gezeigt hat, mit dem Firmenwert eine entsprechende Entlastung, die zu einen Einigungsbereich zwischen Käufer und Verkäufer führen kann.

Abbildung 1: Kapitalwerte bei einem klassischen Körperschaftsteuersystem



Die Doppelbelastung von Unternehmensgewinnen mit Körperschaft- und Einkommensteuer lässt die geforderte Mindestrendite über die Verzinsung der Alternativinvestition hinaus steigen. Durch die unterschiedlichen Steuersätze auf einbehaltene und ausgeschüttete Gewinne ist die geforderte Eigenkapitalverzinsung zudem von der Gewinnverwendungspolitik des Unternehmens abhängig. In diesem Beispiel zeigt sich, dass bei einer hohen Thesaurierungsquote von 65% die Eigenkapitalrendite mindestens 5,8% (6% bei Veräußerung) betragen muss. Für eine Thesaurierungsquote von 30% steigt die Renditeanforderung auf 6,5% (6,7% bei Veräußerung) an.

Die Veräußerung ist dem Halten analog zu Gleichung (19) nur vorzuziehen, wenn die Beteiligung an der Kapitalgesellschaft nicht vorteilhaft ist ($KW < 0$). Unterstellt man rationale Investoren, die ausschließlich Kapitalgesellschaften mit positiven Kapitalwerten gründen, existiert der „Lock-In-Effekt“ und die Veräußerung ist stets die suboptimale Alternative²³, da die Veräußerungsgewinnbesteuerung neben der auf den Gewinnen lastenden Körperschaftsteuer und der vom Erwerber im Grenzpreis berücksichtigten Einkommensteuer auf die Ausschüttungen eine dritte steuerliche Belastung der Unternehmensgewinne induziert.

4.2.2 Shareholder-Relief-Verfahren

Zahlreiche Staaten praktizieren eine Form des Shareholder-Relief-Verfahrens über die Verwendung verminderter Definitivsteuersätze auf Ausschüttungen oder über eine partielle Steuerfreistellung von Dividenden²⁴, um die Doppelbelastung von Ausschüttungen mit der Körperschaft- und der Einkommensteuer im Vergleich zum klassischen Körperschaftsteuersystem zu reduzieren.

²³König/Wosnitza (2000) S. 782 sehen die Veräußerungsgewinnbesteuerung im Rahmen einer klassischen Körperschaftsbesteuerung als systemgerecht an. Die Grenzpreisdifferenz aus Gleichung (19) und Abbildung 1 zeigen das Gegenteil.

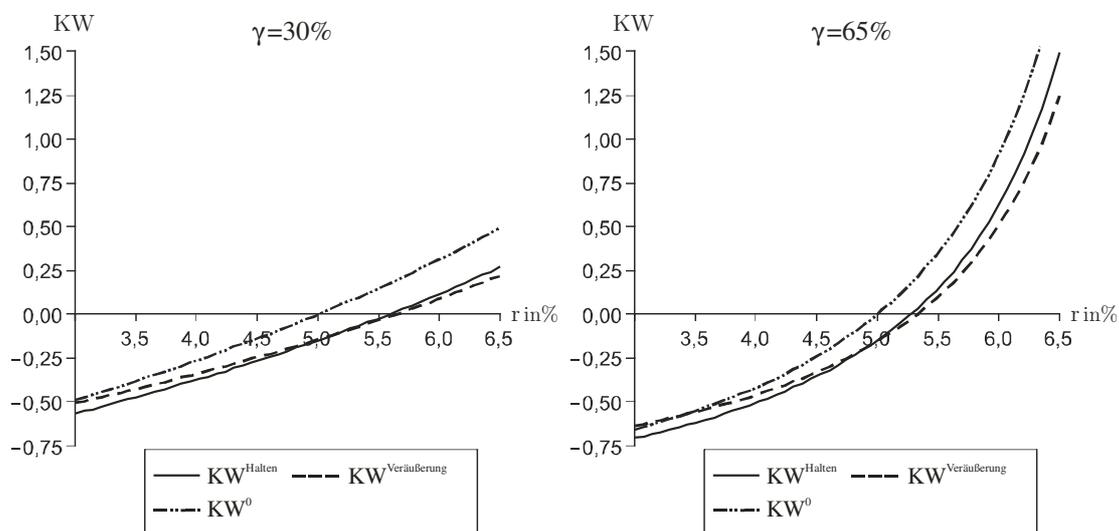
²⁴Zum Beispiel verwenden Belgien, Litauen, Polen oder Tschechien einen verminderten Tarif, während Portugal, Luxemburg (beide 50%), Frankreich (40%) oder Slowenien (35%) einen Teil der Dividende steuerfrei stellen. Vgl. Bundesfinanzministerium (2006) S. 16ff.

Bis 2003 wurden in den USA Dividenden in voller Höhe der Einkommensteuer unterworfen. Mit dem *Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act* wurde im Jahr 2003 ein verminderter Steuersatz auf Dividenden eingeführt und ein Übergang von einem klassischen Körperschaftsteuersystem zu einem Shareholder-Relief-Verfahren vollzogen. Anhand der in den USA derzeit gültigen Steuersätze werden die Steuerwirkungen eines Shareholder-Relief-Verfahrens untersucht.

- Zinsen (s_{Zins}) unterliegen einem Einkommensteuersatz von 35%.
- Der anzuwendende Steuersatz auf Unternehmensgewinne ist $s_{Unt}=35\%$.
- Veräußerungsgewinne (s_{VG}) und Dividenden (s_{Div}) werden mit 15% besteuert.

Abbildung 2 zeigt den Verlauf der Kapitalwerte KW^{Halten} , $KW^{Veräußerung}$ und KW^0 .

Abbildung 2: Kapitalwerte in einem Steuersystem mit Shareholder-Relief-Verfahren



Gemäß den Modellergebnissen liegt eine konsequente Diskriminierung der Veräußerung vor, wenn die Beteiligung an der Kapitalgesellschaft einen positiven Kapitalwert erzielt. Die Veräußerung ist dem Halten nur vorzuziehen, wenn ein Veräußerungsverlust entsteht und somit ein negativer Kapitalwert realisiert wird.

Die geforderte Mindestverzinsung ist im Vergleich zu einem klassischen Körperschaftsteuersystem beim Halten des Anteils auf $r=5,59\%$ ($\gamma=30\%$) bzw. $r=5,28\%$ ($\gamma=65\%$) gesunken und beträgt beim Verkauf des Anteils $5,64\%$ ($\gamma=30\%$) bzw. $5,33\%$ ($\gamma=65\%$). Die Investitionsentscheidung hängt von der Eigenkapitalverzinsung, dem Einkommensteuersatz und der Thesaurierungsquote ab, während die Veräußerungsgewinnbesteuerung im relevanten Parameterbereich ($\Theta \geq 1$) ausnahmslos zum „Lock-In-Effekt“ und zur bereits beschriebenen Dreifachbesteuerung beim Verkauf des Anteils führt.

4.2.3 Definitivbesteuerung auf Unternehmensebene

In einem Steuersystem mit einer Definitivbesteuerung werden Unternehmensgewinne einmalig auf Unternehmensebene besteuert, und Ausschüttungen werden steuerfrei gestellt. Für die Berechnung werden prototypisch die in der Slowakei 2008 gültigen Steuersätze verwendet:

- Es gilt $s_{Unt} = s_{Zins} = 19\%$.
- Veräußerungsgewinne werden mit $s_{VG} = 19\%$ besteuert.

Abbildung 3: Kapitalwerte bei einer Definitivbesteuerung auf Unternehmensebene

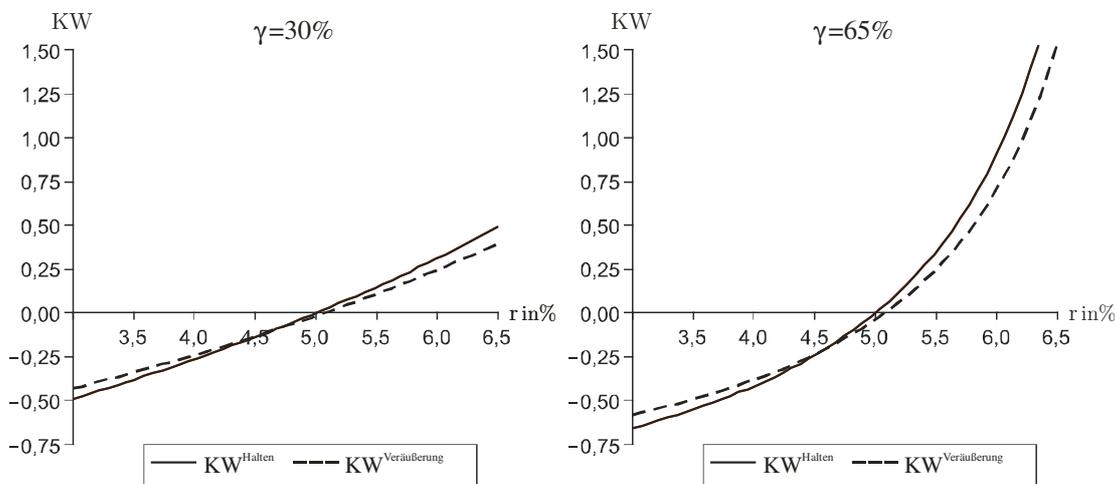


Abbildung 3 zeigt die resultierenden Kapitalwerte des Haltens und der Veräußerung des Anteils. Der Kapitalwert des Haltens gleicht in diesem Fall dem Kapitalwert vor Steuern. Die verzerrungsfreie Investitionsentscheidung resultiert aus der steuerlichen Gleichbehandlung der Kapitalgesellschaft und der Alternativinvestition, so dass die Kapitalgesellschaft unabhängig von der Thesaurierungsquote für Eigenkapitalrenditen größer gleich 5% ($r \geq i$) gegründet wird. Die Verwerfungen der Verkaufentscheidung bleiben hingegen bestehen, und es resultiert für positive Kapitalwerte der „Lock-In-Effekt“. Die geforderte Mindestrendite steigt auf 5,068% ($\gamma=30\%$) bzw. 5,078% ($\gamma=30\%$).

Obwohl die Unternehmensbesteuerung auf die Investitionsentscheidung keinen Einfluss hat, senkt die Veräußerungsgewinnbesteuerung den Kapitalwert beim Verkauf des Anteils für alle $\Theta \geq 1$. Da die Wertsteigerungen aus der Thesaurierung von Gewinnen resultieren und diese Gewinne auf der Unternehmensebene bereits versteuert wurden, stellt die Veräußerungsgewinnbesteuerung in einem Steuersystem, welches Unternehmensgewinne einmal abgeltend besteuern will, eine zusätzliche Steuerbelastung dar²⁵.

4.3 Schlussfolgerungen

Es konnte gezeigt werden, dass die Veräußerungsgewinnbesteuerung eine zusätzliche Steuerbelastung im Rahmen der Einkommensteuer induziert. Der Erwerber lässt alle künftigen Steuerzahlungen kaufpreismindernd einfließen, wodurch das Konsumpotential des Veräußerers bei der Durchführung der Transaktion bereits durch diese Kapitalisierung gemindert wird²⁶. Folglich geht aus der auf den thesaurierten Gewinnen lastenden Körperschaftsteuer, aus der im Verkaufszeitpunkt anfallenden Veräußerungsgewinnsteuer und aus der latenten, im Kaufpreis kapitalisierten Einkommensteuer auf die

²⁵Als Ausweichhandlung ist mit einem „Schütt-Aus-Hol-Zurück-Verfahren“ zu rechnen. Zunächst werden die Gewinne steuerfrei ausgeschüttet und die anschließende Rückführung des Kapitals erhöht die Anschaffungskosten des Anteils.

²⁶Vgl. Collins/Kemsley (2000) S. 409.

Dividenden eine Dreifachbesteuerung hervor²⁷.

Eine Verschärfung der Veräußerungsgewinnbesteuerung verstärkt die verzerrende Wirkung und den „Lock-In-Effekt“. Demzufolge ist die generelle Erfassung von Veräußerungsgewinnen in Deutschland im Rahmen der Abgeltungssteuer ein Schritt in die „falsche Richtung“, während eine Steuerentlastung, wie sie in den USA umgesetzt wurde, die Steuereffekte zwar nicht eliminiert, sie aber zumindest abschwächt.

Eine Steuerentlastung der Veräußerungsgewinne wäre die logische ökonomische Schlussfolgerung aus den Modellergebnissen. Neben einer begünstigten Veräußerungsgewinnbesteuerung oder einer vollständigen Steuerfreiheit²⁸ ist eine Steuerfreistellung in Höhe der thesaurierten Gewinne denkbar, da so eine zusätzliche Besteuerung der thesaurierten Gewinne vermieden wird. Die Bemessungsgrundlage dieser modifizierten Veräußerungsgewinnbesteuerung wird aus der Differenz des Grenzpreises des Erwerbers und der durch die Anrechnung der thesaurierten Gewinne erhöhten Anschaffungskosten ermittelt²⁹:

$$BGL_{T_1} = (\Theta - 1) \cdot (1 + \gamma \cdot r_{s_{Unt}})^{T_1 - 1} \cdot E_0. \quad (20)$$

Diese modifizierte Veräußerungsgewinnbesteuerung besteuert den mit $\gamma \cdot r_{s_{Unt}}$ aufgezinnten Kapitalwert des Anteils $(\Theta - 1) \cdot E_0$ mit s_{VG} , so dass die zusätzliche steuerliche Erfassung der thesaurierten Gewinne mit der Veräußerungsgewinnbesteuerung vermieden wird. Genau diese Implikationen führten 1992 in Norwegen zur Einführung der bis Ende 2005 gültigen „RISK-Methode“, die die Anrechnung der einbehaltenen Gewinne bei der Ermittlung der steuerlichen Bemessungsgrundlage von Veräußerungsgewinnen regelte³⁰.

5 Der Aktienrückkauf als alternativer Ausschüttungsweg

Die Zahlungen einer Kapitalgesellschaft an ihre Anteilseigner können über Dividenden oder Anteilsrückkäufe vorgenommen werden. Die Theorie von *Miller/Modigliani* (1961) besagt, dass beide Alternativen unter der Annahme eines perfekten und vollständigen Kapitalmarkts perfekte Substitute

²⁷Würde man einen endlichen Planungshorizont und die Liquidation der Kapitalgesellschaft unterstellen, dann wäre die Veräußerungsgewinnbesteuerung eine Vorauszahlung der Ausschüttungsbesteuerung. Der Erwerber berücksichtigt alle künftigen Steuerzahlungen kaufpreismindernd, so dass die Veräußerungsgewinnbesteuerung hierbei eine zusätzliche Belastung beim Veräußerer induziert. Der Erwerber realisiert nach der Vollausschüttung der Gewinnrücklagen im Liquidationszeitpunkt einen Veräußerungsverlust in Höhe des Veräußerungsgewinns in $t = T_1$ des Verkäufers. Kann er diese Verluste mit anderen Gewinnen verrechnen, erhöht sich sein Kaufpreis, aber durch die zeitliche Verwerfung der Anrechnung des Verlustes entsteht ein Zeiteffekt, wodurch die Grenzpreisdifferenz für rentable Investitionen weiterhin negativ ist. Die Vorauszahlung der Ausschüttungsbelastung wird zu einer definitiven Zusatzbelastung, wenn man, wie in diesem Beitrag, von der „going-concern“-Annahme ausgeht.

²⁸*König/Wosnitza* (2000) schlagen beispielsweise eine sofortige, dem Veräußerungsgewinn des Verkäufers entsprechende Entlastung beim Erwerber in Höhe des fiktiven künftigen Kursverlustes vor, was die faktische Steuerbefreiung von Veräußerungsgewinnen impliziert.

²⁹Unter diesen Annahmen hat die Veräußerungsgewinnbesteuerung keinen Einfluss mehr auf dem maximalen Erwerbbergrenzpreis. Der Erwerber ist, unabhängig davon ob er den Anteil in $t = T_2$ weiterveräußern oder dauerhaft halten wird, bereit den in Gleichung (11) ermittelten Preis zu bezahlen.

³⁰Vgl. *Christiansen* (2004) S. 10.

darstellen³¹ (*Substitutionshypothese*³²).

Neben der Substitutionshypothese gibt es weitere Erklärungsansätze für die Existenz von Aktienrückkäufen. Die *Flexibilitätshypothese* bezieht sich auf das Vorhandensein von Free Cash Flows auf Unternehmensebene³³. Unternehmen können durch Aktienrückkäufe flexibler auf konjunkturelle Veränderungen reagieren, was insbesondere für Unternehmen mit volatilen Rückflüssen von großer Bedeutung ist. Des Weiteren kann ein Aktienrückkauf eine Signalwirkung haben, wenn überwiegend unterbewertete Firmen ihre eigenen Aktien zurückkaufen (*Unterbewertungshypothese*)³⁴. Wenn dies der Kapitalmarkt antizipiert, kann eine positive Kursreaktion die Folge sein³⁵. Empirisch ist zudem gezeigt worden, dass zunehmend Dividenden durch Aktienrückkäufe substituiert werden³⁶.

5.1 Zeit- und Tarifeffekte der Veräußerungsgewinnbesteuerung

Anhand des Kapitalwertkriteriums nach Steuern und unter Verwendung des in Kapitel 4 hergeleiteten Modells wird die Rangfolge der Ausschüttungsmethoden bestimmt³⁷. Die vorsteuerliche Indifferenz zwischen dem Aktienrückkauf und Dividendenzahlungen sollte durch die Einbeziehung von Steuern in das Entscheidungskalkül nicht beeinträchtigt werden. Eine Verletzung der Neutralität liegt vor, wenn einer der beiden Ausschüttungswege den anderen dominiert.

5.1.1 Kapitalwert bei Dividendenzahlung

Der Kapitalwert der Beteiligung an der Kapitalgesellschaft (KW^{Div}) mit Anschaffungskosten in Höhe von A_0 berechnet sich aus dem Barwert der Dividenden abzüglich der Steuerzahlungen. Im vorigen Kapitel wurde dieser Kapitalwert bereits bestimmt, so dass Gleichung (7) entsprechend gilt.

5.1.2 Kapitalwert bei Aktienrückkauf

Der Kapitalwert des Aktienrückkaufs KW^{ARK} bestimmt sich aus dem Barwert der Veräußerungserlöse aus den in jeder Periode stattfindenden Aktienrückkäufen abzüglich der anfallenden Steuerlast auf die Veräußerungsgewinne. Für die formale Darstellung dieser Größen werden folgende zusätzliche Variablen benötigt:

³¹Eine Übersicht über verschiedene Ansätze und kontroverse Ergebnisse hinsichtlich der modelltheoretischen Verifikation der Substituierbarkeit findet sich bei *Grullon/Michaely* (2002) S. 1652f. Es wird im vorliegenden Beitrag analog zu *Miller/Modigliani* (1961) ein vollkommener Kapitalmarkt unter Sicherheit angenommen, was die perfekte vorsteuerliche Substituierbarkeit zwingend zur Folge hat.

³²Vgl. *Lee/Rui* (2007) S. 121f.

³³Vgl. *Stephens/Weisbach* (1998) S. 332 und *Lee/Rui* (2007) S. 121.

³⁴Vgl. *Stephens/Weisbach* (1998) S. 316.

³⁵Vgl. *Lee et al.* (2006) S. 242 und *Oswald/Young* (2004) S. 287.

³⁶Vgl. *Grullon/Michaely* (2002) S. 1682, *Lee et al.* (2006) S. 244 und *Lee/Rui* (2007) S. 140.

³⁷Eine ausführliche Analyse des Einflusses der Besteuerung auf die Vorteilhaftigkeit der Ausschüttungsalternativen gibt *Pochop* (2004).

- AP_t Preis eines Anteils in t ,
- X_t Anzahl an ausstehenden Anteilen in t ,
- y_t Anzahl zurückgekaufter Anteile in t ,
- δ_t Dividendenrendite in t .

Es werden in jeder Periode y_t Anteile zum Preis AP_t verkauft, so dass ein Erlös in Höhe von $y_t \cdot AP_t$ resultiert. Der zu versteuernde Veräußerungsgewinn je Anteil bestimmt sich aus dem Anteilspreis abzüglich der Anschaffungskosten, die aus dem Quotienten des Grundkapitals in $t = 0$ (A_0) und der Anzahl an ausgegebenen Anteilen (X_0) ermittelt werden. Daraus ergibt sich folgender Kapitalwert.

$$KW^{ARK} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{y_t \cdot AP_t - s_{VG} \cdot y_t \cdot (AP_t - \frac{A_0}{X_0})}{(1 + i_s)^t} - A_0 \quad (21)$$

Damit eine Vergleichbarkeit der Ausschüttungsalternativen besteht, muss in jeder Periode der Erlös aus dem Aktienrückkauf, $y_t \cdot AP_t$, der jeweiligen Dividendenzahlung D_t entsprechen. Damit lässt sich die Anzahl an Anteilen, die die Kapitalgesellschaft von ihren Anteilseignern zurückkauft, wie folgt bestimmen.

$$y_t = \frac{D_t}{AP_t} \quad (22)$$

Der Rückkaufspreis eines Anteils (AP_t) bestimmt sich über den Gesamtwert der Kapitalgesellschaft, also dem Barwert der gesamten Ausschüttungen ($GP_t^{E,H}$)³⁸, bezogen auf die Gesamtanzahl an Anteilen (X_{t-1}).

$$AP_t = \frac{GP_t^{E,H}}{X_{t-1}} \quad (23)$$

Normiert man den Anfangsbestand der Aktien X_0 auf 1, ergibt sich folgender Zusammenhang³⁹.

$$X_T = 1 - \sum_{t=1}^{T-1} y_t \quad (24)$$

Zur Ermittlung des Bestands an ausstehenden Aktien muss die Anzahl an zurückgekauften Aktien einer Periode berechnet werden. Aus den Gleichungen (22) und (23) folgt:

$$y_t = X_{t-1} \cdot \frac{D_t}{GP_t^{E,H}} = X_{t-1} \cdot \delta_t \quad (25)$$

Das Verhältnis der Dividendenzahlung zum Unternehmenswert, die Dividendenrendite δ_t , bestimmt den zurückzukaufenden Anteil des Aktienbestands X_{t-1} . Unter Verwendung von Gleichung (11) kann

³⁸Die Preisbildung der Kapitalgesellschaft richtet sich nach den Maßgaben des Kapitel 4.

³⁹Es wird eine unendliche Teilbarkeit der Anteile unterstellt.

δ_t wie folgt dargestellt werden⁴⁰.

$$\begin{aligned}\delta_t &= \frac{(1-\gamma)r(1-s_{Unt})[1+\gamma r(1-s_{Unt})]^{t-1}E_0}{\frac{(1-\gamma)(1-s_{Unt})(1-\phi s_{Div})r}{i(1-s_{Zins})-\gamma r(1-s_{Unt})}[1+\gamma r(1-s_{Unt})]^t E_0} \\ \delta_t &= \frac{(i_s - \gamma r_{s_{Unt}})}{(1 - \phi s_{Div})(1 + \gamma r_{s_{Unt}})} = konst. = \delta\end{aligned}\quad (26)$$

Die konstante Dividendenrendite erleichtert die geschlossene Darstellung von y_t und X_t . Die Kapitalgesellschaft kauft $y_1 = \frac{D_1}{AP_1}$ Anteile im Zeitpunkt $t = 1$ zurück. Mit einem Anfangsbestand von $X_0 = 1$ werden unter Verwendung von Gleichung (25) genau $y_1 = \delta$ Anteile zurückgekauft. Damit verbleibt ein Bestand an umlaufenden Aktien von $X_1 = 1 - \delta$. In der zweiten Periode kauft die Kapitalgesellschaft $y_2 = (1 - \delta) \cdot \delta$ Aktien zurück und es verbleiben $X_2 = (1 - \delta)^2$ Aktien im Umlauf. Führt man diese Berechnungen fort, ergeben sich der Aktienbestand und die Anzahl an zurückgekauften Aktien als:

$$X_t = (1 - \delta)^t, \quad (27)$$

$$y_t = (1 - \delta)^{t-1} \cdot \delta. \quad (28)$$

Setzt man die Gleichungen (22) und (28) in die Kapitalwertgleichung ein, berechnet sich KW^{ARK} als:

$$\begin{aligned}KW^{ARK} &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t - s_{VG} \cdot (D_t - (1 - \delta)^{t-1} \cdot \delta \cdot E_0)}{(1 + i_s)^t} - A_0 \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t \cdot (1 - s_{VG})}{(1 + i_s)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{s_{VG} \cdot (1 - \delta)^{t-1} \cdot \delta \cdot E_0}{(1 + i_s)^t} - A_0.\end{aligned}$$

Unter Anwendung des Wachstumsmodells aus Kapitel 4 für die Berechnung der Dividenden resultiert für $E_0 = A_0$ folgender Kapitalwert:

$$KW^{ARK} = \frac{(1 - \gamma) \cdot r_{s_{Unt}}}{i_s - \gamma \cdot r_{s_{Unt}}} \cdot (1 - s_{VG}) \cdot E_0 + s_{VG} \cdot \frac{\delta}{i_s + \delta} \cdot E_0 - E_0. \quad (29)$$

Der Kapitalwert KW^{ARK} hängt im Unterschied zu KW^{Div} sowohl vom Steuersatz auf Veräußerungsgewinne als auch von der Dividendenrendite und somit indirekt vom Rückkaufspreis ab. Ein niedriger Anteilspreis impliziert einen höheren Kapitalwert, da bei gegebenem Rückkaufvolumen mehr Anteile zurückgekauft werden können und so der Veräußerungsgewinn je Anteil sinkt⁴¹. Im Gegensatz dazu verringert sich mit steigendem Rückkaufspreis die Vorverlagerung des Abzugs der Anschaffungskosten und somit auch der Kapitalwert.

⁴⁰ δ_t hängt maßgeblich davon ab, ob es sich um ein börsennotiertes Unternehmen handelt, bei dem der Rückkaufspreis über den Markt bestimmt wird. Bei nicht gelisteten Unternehmen könnte als Wertansatz der Substanzwert dienen, der gegebenenfalls unterhalb des Ertragswerts liegt, um so eine höhere Anzahl an Anteilen zurückzukaufen.

⁴¹ Da δ mit steigendem Rückkaufspreis sinkt ($\frac{\partial \delta}{\partial GP_t} < 0$) und der Kapitalwert bei einer Erhöhung von δ steigt ($\frac{\partial KW^{ARK}}{\partial \delta} > 0$), verringert ein höherer Preis den Kapitalwert. Gleichung (29) liefert somit eine Erklärung für die Signalwirkung des Aktienrückkaufs. Groß angelegte Rückkaufprogramme sind am profitabelsten, wenn die Aktien unterbewertet sind und sie zu einem geringeren Preis zurückgekauft werden können.

5.1.3 Vergleich der Ausschüttungswege

Der Aktienrückkauf und die Dividenden stellen als alternative Ausschüttungswege unter Vernachlässigung von Steuern perfekte Substitute dar. Die Dominanz eines Ausschüttungswegs begründet sich über den Steuerbelastungsvergleich, da beide Alternativen annahmegemäß identische Brutt zahlungsüberschüsse generieren. Eine positive (negative) Kapitalwertdifferenz $\Delta KW = KW^{ARK} - KW^{Div}$ impliziert einen niedrigeren Steuerbarwert und die Vorteilhaftigkeit des Aktienrückkaufs (Dividendenzahlung).

Vergleicht man die für dieses Modell hergeleiteten Kapitalwerte nach Steuern, wird die differenzierte steuerliche Behandlung des Aktienrückkaufs und der Dividenden offensichtlich, und es können zwei Steuereffekte abgeleitet werden: Zum einen führt die Divergenz der Steuersätze auf Dividenden und Veräußerungsgewinne zu einem Tarifeffekt, zum anderen entsteht ein Zeiteffekt durch die Vorverlagerung der Abzugsfähigkeit der Anschaffungskosten. Dieser Sachverhalt lässt sich anhand der allgemein formulierten Kapitalwertdifferenz nachvollziehen, die sich aus den Gleichungen (2) und (21) ergibt.

$$\Delta KW = \left[\underbrace{\sum_{t=1}^{t=T_L} \frac{D_t}{(1+i_s)^t} \cdot (\phi \cdot s_{Div} - s_{VG})}_{\text{Tarifeffekt}} + s_{VG} \cdot \underbrace{\left(\sum_{t=1}^{t=T_L-1} \frac{y_t \cdot \frac{1}{X_0}}{(1+i_s)^t} - \frac{1 - \frac{X_{T_L}}{X_0}}{(1+i_s)^{T_L}} \right)}_{\text{Zeiteffekt}} \right] \cdot E_0 \quad (30)$$

Im Fall des Aktienrückkaufs werden die Anschaffungskosten anteilig in jeder Periode $\left(\sum_{t=1}^{t=T_L-1} \frac{y_t \cdot \frac{A_0}{X_0}}{(1+i_s)^t} \right)$ und im Zeitpunkt der Liquidierung $t = T_L$ $\left(\frac{X_{T_L} \cdot \frac{A_0}{X_0}}{(1+i_s)^{T_L}} \right)$ bei der Ermittlung der steuerlichen Bemessungsgrundlage abgezogen. Werden die Ausschüttungen über Dividenden vorgenommen, können die gesamten Anschaffungskosten erst in $t = T_L$ steuerlich geltend gemacht werden $\left(\frac{A_0}{(1+i_s)^{T_L}} \right)$. Die nominale Höhe dieses Abzugs ist zwar in beiden Fällen identisch; allerdings erfolgt beim Aktienrückkauf eine zeitlich vorverlagerte Minderung der steuerlichen Bemessungsgrundlage, woraus ein geringerer Steuerbarwert unter der Annahme gleicher Steuersätze auf Veräußerungsgewinne und Dividenden resultiert⁴².

Das Zusammenwirken des Tarif- und des Zeiteffekts determiniert die Wahl des optimalen Ausschüttungswegs. Die Identität der Steuersätze bzw. ein niedrigerer Tarif auf Veräußerungsgewinne begründet die Vorteilhaftigkeit des Aktienrückkaufs. Ist $s_{VG} > \phi \cdot s_{Div}$, kann keine allgemeingültige Aussage über die Rangfolge getroffen werden, da der Zeiteffekt stets ein Argument für und der Tarifeffekt ein Argument gegen den Aktienrückkauf ist.

5.2 Systemspezifische Wirkungen

Um den Einfluss des Tarif- bzw. des Zeiteffekts auf den Kapitalwert zu isolieren, wird zum einen angenommen, dass die Steuersätze auf Dividenden und Veräußerungsgewinne identisch sind, wodurch

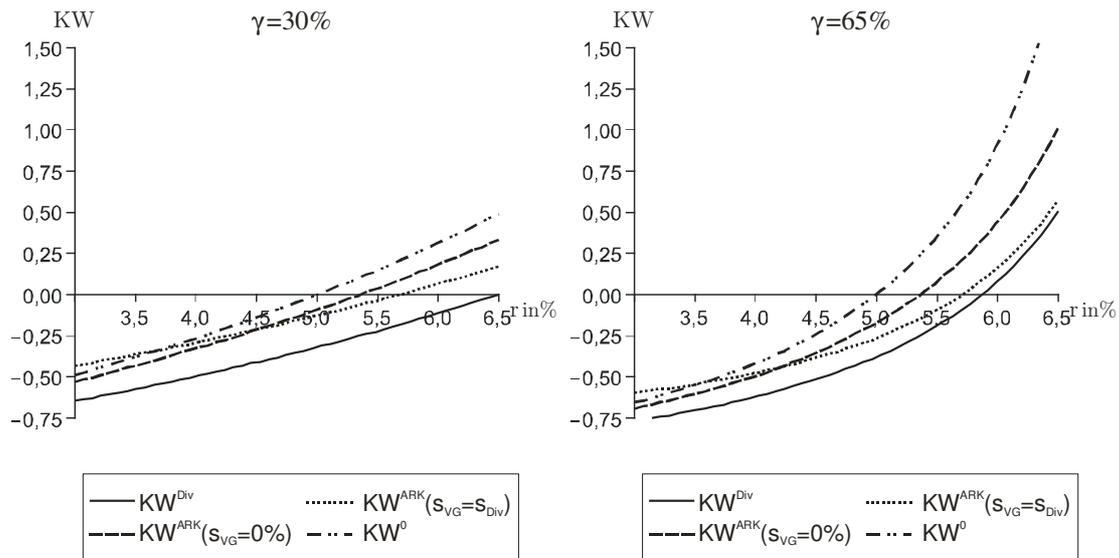
⁴²Unter der in diesem Beitrag getroffenen „going-concern“-Annahme ist der Barwert des Anschaffungskostenabzugs bei der Dividendenausschüttung null.

nur der Zeiteffekt auftritt. Zum anderen wird der maximale Tarifeffekt gezeigt, indem Veräußerungsgewinne steuerfrei gestellt werden⁴³.

5.2.1 Klassisches Körperschaftsteuersystem

Abbildung 4 stellt die Kapitalwerte des steuerfreien Falls (KW^0), der Dividendenausschüttung (KW^{Div}) und des Aktienrückkaufs (KW^{ARK}) zum einen für eine Identität von s_{VG} und s_{Div} , zum anderen für die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen ($s_{VG} = 0\%$) grafisch dar⁴⁴.

Abbildung 4: Kapitalwerte bei einem klassischen Körperschaftsteuersystem



Der Aktienrückkauf dominiert die Ausschüttung über Dividendenzahlungen ($KW_{s_{VG}=s_{Div}}^{ARK} > KW^{Div}$) im Fall identischer Steuersätze auf Veräußerungsgewinne und Dividenden aufgrund des Zeiteffekts. Die geforderte Mindestrendite sinkt beispielsweise für $\gamma=30\%$ von 6,5% auf 5,68%. Der Vorteil des Aktienrückkaufs gegenüber der Dividendenzahlung sinkt mit höherer Rentabilität und der Thesaurierungsquote der Kapitalgesellschaft, da mit der Eigenkapitalverzinsung bzw. der Thesaurierungsquote der Rückkaufspreis steigt und somit die Dividendenrendite δ abnimmt.

Können Veräußerungsgewinne steuerfrei realisiert werden, wird der Vorteil des Aktienrückkaufs gegenüber der Dividendenzahlung aufgrund des Tarifeffekts maximiert. Die Ausschüttungen über den Aktienrückkauf unterliegen nur der Körperschaftsteuer, und die Dividendenbesteuerung kann durch die steuerfreie Vereinnahmung von Veräußerungsgewinnen umgangen werden⁴⁵, was sich in der erheblichen Kapitalwertsteigerung von KW^{Div} auf $KW_{s_{VG}=0\%}^{ARK}$ widerspiegelt. Die Mindestrenditen sinken weiter auf 5,4% ($\gamma=30\%$) bzw. 5,35% ($\gamma=65\%$).

⁴³Es gelten die Annahmen des oben verwendeten Zahlenbeispiels.

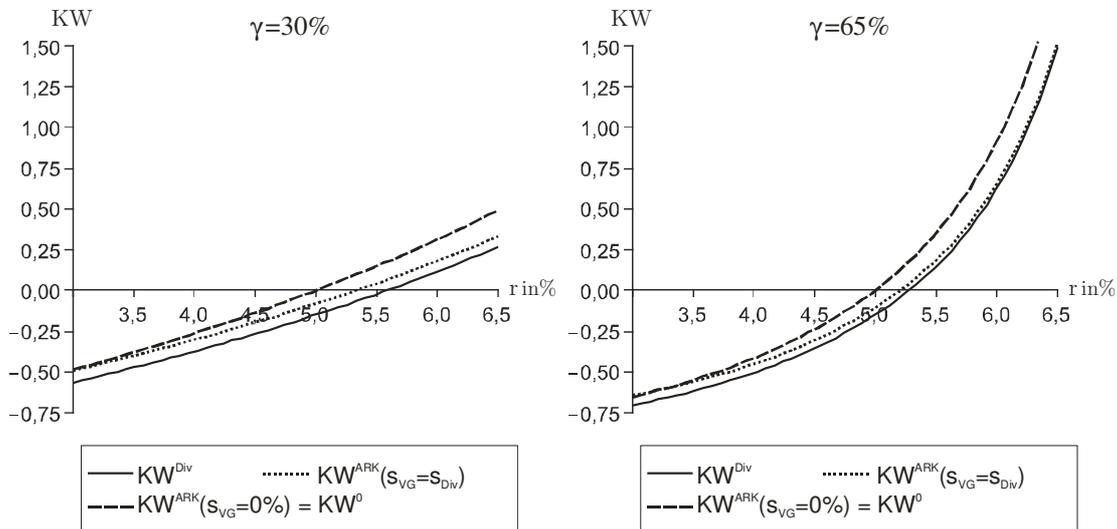
⁴⁴Im Rahmen der Abgeltungssteuer kann sich beispielsweise eine faktische Steuerbefreiung für Veräußerungsgewinne ergeben, wenn Verlustvorträge zur Verrechnung vorhanden sind.

⁴⁵Eine empirische Studie zur Steuerumgehung durch den Aktienrückkauf findet sich bei Lee et al. (2006). Mit dem Wegfall des Verbots von Aktienrückkäufen in Taiwan im Jahr 2000 wurden Dividenden durch Aktienrückkäufe substituiert. Taiwan erhebt lediglich eine Börsenumsatzsteuer in Höhe von 0,3% des Kaufpreises, was faktisch zu einer Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen führt. Selbst in Staaten mit einer Veräußerungsgewinnbesteuerung und einem eingeschränkten Aktienrückkauf wird dieser vermehrt als Ausschüttungsmethode verwendet, wie beispielsweise die empirische Studie über den britischen Aktienmarkt von Oswald/Young (2004) zeigt.

5.2.2 Shareholder-Relief-Verfahren

Analog zu Abbildung 4 werden die Kapitalwerte des Aktienrückkaufs, der Dividendenausschüttung und des steuerfreien Falls unter den in Kapitel 4 getroffenen Annahmen für das Shareholder-Relief-Verfahren in Abbildung 5 dargestellt.

Abbildung 5: Kapitalwerte in einem Steuersystem mit Shareholder-Relief-Verfahren



Der Aktienrückkauf hat stets einen höheren Kapitalwert als die Dividendenzahlung. Sind die Steuersätze auf Veräußerungsgewinne und Dividenden identisch, sinkt der Vorteil des Aktienrückkaufs mit steigender Eigenkapitalverzinsung und Thesaurierungsquote und ist bei hoher Rentabilität fast vernachlässigbar. Eine Steuerfreistellung von Veräußerungsgewinnen führt zu einer Umgehung der Ausschüttungsbelastung über Aktienrückkäufe; Unternehmensgewinne unterliegen nur der Körperschaftsteuer. Folglich gleichen sich KW^0 und $KW_{s_{VG}=0\%}^{ARK}$, und die geforderte Mindestrendite entspricht der Verzinsung der Alternativinvestition⁴⁶.

Im Fall des Aktienrückkaufs zeigt sich, dass eine Verschärfung der Veräußerungsgewinnbesteuerung sowohl in einem klassischen Körperschaftsteuersystem als auch im Rahmen eines Shareholder-Relief-Verfahrens notwendig ist, um die steuerliche Gleichbehandlung der Ausschüttungswege zu erreichen. Insoweit kann die generelle Erfassung von Veräußerungsgewinnen im Rahmen der Abgeltungssteuer gerechtfertigt werden. Aufgrund des Systemwechsels im Jahr 2003 in den USA und der damit verbundenen Verringerung des Steuersatzes auf Dividenden lässt sich die Steuerentlastung der Veräußerungsgewinne zumindest teilweise rechtfertigen. Das Absinken des Steuersatzes auf Dividenden muss einen niedrigeren Steuersatz auf Veräußerungsgewinne zur Folge haben, damit es zu keinem Tarifeffekt kommt. Die Eliminierung des Zeiteffekts kann allerdings nur über eine geringere als die vorgenommene Steuerentlastung erreicht werden.

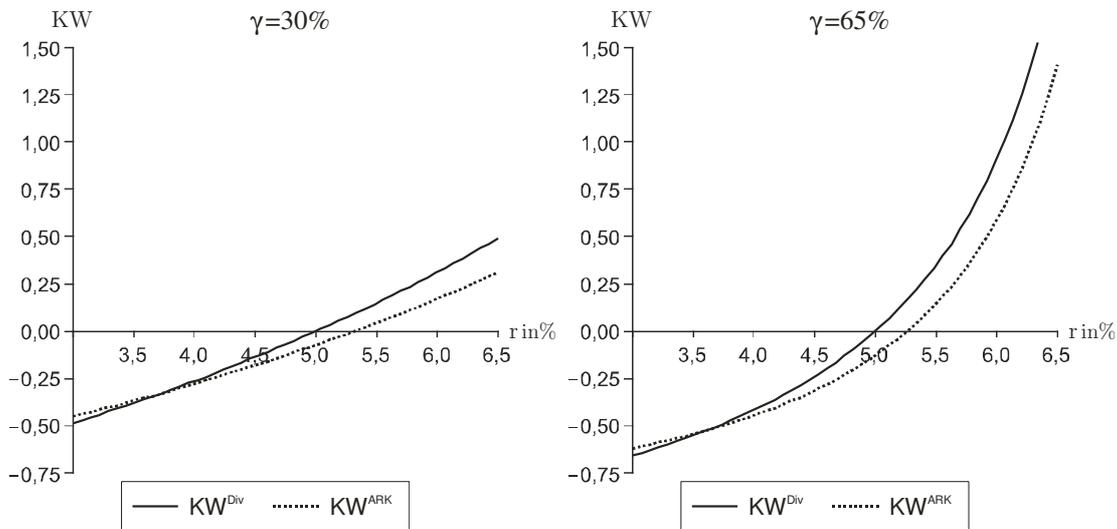
5.2.3 Definitivbesteuerung auf Unternehmensebene

Im Rahmen eines Steuersystems mit einer Definitivbesteuerung auf Unternehmensebene ergeben sich im Vergleich zu den bisherigen Erkenntnissen konträre Resultate hinsichtlich der Wahl des steuer-

⁴⁶Aufgrund der identischen Steuersätze auf Unternehmensgewinne und auf Zinsen und der steuerfreien Ausschüttung über Aktienrückkäufe resultiert faktisch ein Steuersystem mit einer Definitivbesteuerung auf Unternehmensebene.

optimalen Ausschüttungswegs, wie die in Abbildung 6 dargestellten Kapitalwerte für $s_{VG} = 19\%$ zeigen⁴⁷.

Abbildung 6: Kapitalwerte bei einer Definitivbesteuerung auf Unternehmensebene



Die steuerliche Erfassung von Veräußerungsgewinnen führt zu einer Doppelbesteuerung von Unternehmensgewinnen, und der Aktienrückkauf wird im relevanten Parameterbereich ($\Theta \geq 1$) dominiert. Der Einfluss des Zeiteffekts übersteigt den Tarifeffekt nur für unrentable Investitionen. Die steuerliche Gleichbehandlung des Aktienrückkaufs und der Dividendenzahlungen und somit die perfekte Substituierbarkeit der Ausschüttungswege wäre bei einer Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen gegeben.

5.3 Schlussfolgerungen

Die Ergebnisse zeigen, dass die private Veräußerungsgewinnbesteuerung einen entscheidenden Einfluss auf die Wahl des Ausschüttungswegs hat. Die anteiligen Anschaffungskosten vermindern die Steuerbemessungsgrundlage des Veräußerungsgewinns im Rahmen des Aktienrückkaufs, während im Fall der Dividendenausschüttung die Anschaffungskosten erst im Zeitpunkt der Liquidation steuerlich geltend gemacht werden können. Des Weiteren können, wie es am Beispiel der Definitivbesteuerung auf Unternehmensebene gezeigt wurde, unterschiedliche Steuersätze auf Veräußerungsgewinne und Dividenden einen erheblichen Tarifeffekt verursachen. Den Steuereffekten der Veräußerungsgewinnbesteuerung kann der Fiskus mit zwei Maßnahmen entgegenwirken: Erstens muss eine Differenzierung der privaten Veräußerungsgewinne danach erfolgen, ob ein Aktienrückkauf oder ein Verkauf zwischen Dritten vorliegt⁴⁸. Zweitens sind die Veräußerungserlöse aus dem Aktienrückkauf als Dividendenzahlungen zu versteuern.

Für die differenzierte steuerliche Behandlung der privaten Veräußerungsgeschäfte benötigt man allerdings Informationen über den steuerlichen Status sowohl des Verkäufers als auch des Erwerbers,

⁴⁷Die Kapitalwerte im steuerfreien Fall, bei der Dividendenzahlung und beim Aktienrückkauf für $s_{VG}=0\%$ sind in diesem Fall identisch.

⁴⁸Vgl. Wenger (2000) S. 180f.

die aufgrund der Börsenanonymität nicht ermittelt werden können⁴⁹. Selbst bei einer als sehr unrealistisch erscheinenden Aufhebung der Börsenanonymität würde die Überprüfung aller Transaktionen erhebliche Deklarations- und Kontrollkosten verursachen. Es müssen daher andere Wege gefunden werden, den steuerlichen Status der Marktteilnehmer zu bestimmen, um die differenzierte Besteuerung der Veräußerungsvorgänge zu ermöglichen⁵⁰.

Als Vorbild und Ausgangspunkt für die Umsetzung der Differenzierung können die Regelungen zum Aktienrückkauf der Schweiz dienen⁵¹. Auf dem von der Swiss Exchange AG eingerichteten Sekundärmarkt - der sogenannten zweiten Handelslinie - können Aktienrückkäufe abgewickelt werden. Die rückkaufende Kapitalgesellschaft hat als Erwerber zunächst unabhängig davon, ob sie auf dem Primärmarkt oder auf dem Sekundärmarkt agiert, eine Verrechnungssteuer in 35% auf den Verkaufserlös gemindert um den Nennbetrag abzuführen⁵². Wird der Handel über den Sekundärmarkt vorgenommen, kann der Veräußerer seinerseits die abgeführte und erlösmindernde Verrechnungssteuer bei der Ermittlung seiner Einkommensteuerschuld anrechnen; er muss dann allerdings die den Nennbetrag übersteigende Bruttoauszahlung der Einkommensteuer unterwerfen. Kauft eine Kapitalgesellschaft ihre eigenen Aktien hingegen am Primärmarkt zurück, dann ist ihr steuerlicher Status dem Veräußerer nicht bekannt. Die Verrechnungssteuer kann nicht auf ihn überwält werden⁵³ und führt zu einer Definitivbelastung. Überdies muss der Verkäufer den Veräußerungsgewinn versteuern, so dass auf dem Rückkauf über dem Primärmarkt nicht nur die Veräußerungsgewinnbesteuerung sondern auch die vom rückkaufenden Unternehmen abgeführte Verrechnungssteuer lastet. Die Untersuchungen des Schweizer Aktienmarkts von *Lütolf/Kunz* (2005) zeigen, dass der Anteil von dem seit 1992 legitimierte Aktienrückkauf am gesamten, stark gestiegenen Ausschüttungsvolumen mittlerweile 30% erreicht hat und rund 65% der Aktienrückkäufe in den Jahren 2001-2004 über die zweite Handelslinie abgewickelt wurden⁵⁴.

Die Umsetzung der Differenzierung der Veräußerungsvorgänge ist demnach praktikabler als es zunächst scheinen mag. Die Überprüfung jeder Transaktion auf den steuerlichen Status des Erwerbers bzw. des Veräußerers bei gleichzeitiger Aufhebung der Börsenanonymität ist durch die Einführung einer zweiten Handelslinie für Aktienrückkäufe nicht notwendig. Auf dem Sekundärmarkt treten nur zurückkaufende Kapitalgesellschaften als Käufer auf. Diese müssen den Aktienrückkauf gemäß EG-Verordnung Nr. 2273/2003 ohnehin bekannt geben. Somit sind die notwendigen Informationen für die Einordnung der Transaktionen in die steuerlichen Kategorien bekannt. Wird der Anteilshandel über den Sekundärmarkt vorgenommen, hat sich die steuerliche Behandlung des Veräußerungsvorgangs nach der jeweiligen Dividendenbesteuerung zu richten, um die Umgehung der Ausschüttungsbesteuerung zu verhindern. Handelt der Veräußerer die Anteile über den Primärmarkt, ist die in Kapitel 4

⁴⁹Vgl. *Wenger* (2000) S. 180.

⁵⁰Das US-amerikanische Steuersystem hat beispielsweise mit der Sektion 302 des Internal Revenue Codes eine Regelung implementiert, die den Aktienrückkauf unter gewissen Umständen ganz oder teilweise Dividenden gleichstellt. Diese sehr umfangreich und kompliziert ausgestaltete Regelung ist ein Versuch, die beschriebenen Probleme anzugehen. Im Rahmen des australischen Vollarrechnungsverfahrens kann bei einem nicht über die Börse abgewickelten Aktienrückkauf ein Teil des Erlöses als Dividenden behandelt werden, während der Aktienrückkauf über die Börse steuerlich als ein Anteilsverkauf behandelt wird. Der Vorteil der Deklaration eines Teils des Veräußerungserlöses als Dividende liegt in dem körperschaftsteuerlichen Anrechnungsguthaben.

⁵¹Vgl. *Welti* (2001) 273f.

⁵²Vgl. im Folgenden *Kunz/Arnold* (2000) S. 838.

⁵³Vgl. *Welti* (2001) 260f.

⁵⁴Vgl. Abbildungen 1-3 *Lütolf/Kunz* (2005).

dargestellte, in Norwegen zwischen 1992 und 2005 praktizierte Modifizierung der Bemessungsgrundlage anzuwenden, um eine Dreifachbesteuerung von Unternehmensgewinnen zu vermeiden.

6 Zusammenfassung

Die Veräußerungsgewinnbesteuerung verursacht beim Anteilshandel zwischen privaten Investoren eine zusätzliche Steuerbelastung der generierten Unternehmensgewinne. Thesaurierte Gewinne sind bereits mit Körperschaftsteuer belastet, und die Einkommensteuer auf die Ausschüttung ist kaufpreismindernd eingeflossen. Folglich induziert die Veräußerungsgewinnbesteuerung eine dritte Steuerbelastung, und es resultiert der „Lock-In-Effekt“. Im Kalkül der steueroptimalen Ausschüttung dominiert der Aktienrückkauf die Dividendenzahlung sowohl in einem klassischen Körperschaftsteuersystem als auch im Rahmen eines Shareholder-Relief-Verfahrens. Im Gegensatz dazu kommt es in einem Steuersystem mit einer Definitivbesteuerung auf Unternehmensebene durch die Erfassung von Veräußerungsgewinnen im Fall des Aktienrückkaufs zu einer Doppelbesteuerung von Unternehmensgewinnen.

Um eine Entlastung beim Anteilshandel zwischen Privatpersonen zu erreichen, sollte die steuerliche Bemessungsgrundlage des Veräußerungsgewinns nach norwegischem Vorbild um die thesaurierten Gewinne angepasst werden, wodurch die Wertsteigerung in einen von der Veräußerungsgewinnbesteuerung befreiten, retrospektiven und in einen steuerpflichtigen, prospektiven Anteil zerlegt würde und so die Dreifachbelastung von Unternehmensgewinnen mit der Veräußerungsgewinnbesteuerung eliminiert wäre. Die Veräußerungsgewinnbesteuerung hat sich beim Aktienrückkauf hingegen nach der Dividendenbesteuerung zu richten, um in den klassischen Körperschaftsteuersystemen keine Umgehung der Einkommensteuer zu ermöglichen bzw. um in einem Steuersystem mit Definitivbesteuerung auf Unternehmensebene keine Doppelbelastung hervorzurufen.

Grundsätzlich sollten daher die über die Steuerbarkeit von Veräußerungsgewinnen entscheidenden Kriterien nicht an die Haltedauer oder die Beteiligungshöhe, sondern an die Art des Vermögensübergangs von Eigentumsrechten geknüpft sein. Für die Differenzierung der Veräußerungsvorgänge müsste der steuerliche Status des Erwerbers offen gelegt werden, was aufgrund der Anonymität des Aktienhandels nicht möglich ist. Die Einführung eines Sekundärmarkts für die Abwicklung von Aktienrückkäufen nach dem Vorbild der Schweiz löst das Informationsproblem, da nur die rückkaufende Kapitalgesellschaft auf dem Sekundärmarkt als Käufer agiert und somit die Kenntnis über den steuerlichen Status vorliegt, was die notwendige differenzierte steuerliche Behandlung der privaten Veräußerungsvorgänge ermöglicht.

Literatur

AUERBACH, ALAN J. (1991), Retrospective Capital Gains Taxation, in: *American Economic Review*, 81, S. 167–178.

- AUERBACH, ALAN J./BURMAN, LEONARD/SIEGEL, JONATHAN M. (2000), Capital Gains Taxation and Tax Avoidance: New Evidence from Panel Data, in: *Does Atlas Shrug? The Economic Consequences of Taxing the Rich*, J. Slemrod, S. 355–388.
- AYERS, BENJAMIN C./LEFANOWICZ, CRAIG E./ROBINSON, JOHN R. (2007), Capital Gains Taxes and Acquisition Activity: Evidence of the Lock-in Effect, in: *Contemporary Accounting Research*, 24, S. 315–344.
- BALL, RAY (1984), The Natural Taxation of Capital Gains and Losses when Income is Taxed, in: *Journal of Banking and Finance*, 8, S. 471–481.
- BUNDESFINANZMINISTERIUM (2006), Die wichtigsten Steuern im internationalen Vergleich.
- CHRISTIANSEN, VIDAR (2004), Norwegian Income Tax Reforms, in: *CESifo Dice Report*, 3, S. 9–14.
- COLLINS, JULIE H./KEMSLEY, DEEN (2000), Capital Gains and Dividend Taxes in Firm Valuation: Evidence of Triple Taxation, in: *The Accounting Review*, 75, S. 405–427.
- DAI, ZHONGLAN/MAYDEW, EDWARD/SHACKELFORD, DOUGLAS A./ZHANG, HAROLD H. (2008), Capital Gains Taxes and Asset Prices: Capitalization or Lock-In?, in: *Journal of Finance*, 63, S. 709–742.
- EZB (2007), Aktienrückkäufe im Euro-Währungsgebiet, *EZB Monatsbericht* Mai 2007.
- GORDON, MYRON J. (1963), Optimal Investment and Financing Policy, in: *Journal of Finance*, 18, S. 264–272.
- GRULLON, GUSTAVO/MICHAELY, RONI (2002), Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis, in: *Journal of Finance*, 57, S. 1649–1684.
- HOMBURG, STEFAN (2007), Germany’s Company Tax Reform Act of 2008, in: *Finanzarchiv*, 63, S. 591–612.
- JIN, LI (2006), Capital Gains Tax Overhang and Price Pressure, in: *Journal of Finance*, 61, S. 1399–1431.
- KLEIN, PETER (1999), The capital gain lock-in effect and equilibrium returns, in: *Journal of Public Economics*, 71, S. 355–378.
- KÖNIG, ROLF/WOSNITZA, MICHAEL (2000), Zur Problematik der Besteuerung privater Aktienkursgewinne - Eine ökonomische Analyse, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 70, S. 781–801.
- KUNZ, ROGER M./ARNOLD, KURT (2000), Eigenkapital herabsetzen statt Dividenden zahlen, in: *Der Schweizer Treuhänder*, 8, S. 837–842.
- LEE, BONG-SOO/RUI, OLIVER MENG (2007), Time-Series Behavior of Share Repurchases and Dividends, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42, S. 119–149.

- LEE, YI-TSUNG/LIU, YU-JANE/ROLL, RICHARD/SUBRAHMANYAM, AVANIDHAR (2006), Taxes and dividend clientele: Evidence from trading and ownership structure, in: *Journal of Banking & Finance*, 30, S. 229–246.
- LÜTOLF, PHILLIP/KUNZ, ROGER M. (2005), Aktienrückkäufe in der Schweiz, in: *Der Schweizer Treuhänder*, 4, S. 280–286.
- MILLER, MERTON H./MODIGLIANI, FRANCO (1961), Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, in: *Journal of Business*, 34, S. 411–433.
- OSWALD, DENNIS/YOUNG, STEVEN (2004), What Role Taxes and Regulation? A Second Look at Open Market Share Buyback Activity in the UK, in: *Journal of Business Finance and Accounting*, 31, S. 257–292.
- POCHOP, SUSANN (2004), *Erwerb eigener Aktien als Alternative zur Dividendenzahlung*, Berlin.
- POTERBA, JAMES M./WEISBENNER, SCOTT J. (2001), Capital Gains Tax Rules, Tax-loss Trading, and Turn-of-the-year Returns, in: *Journal of Finance*, 56, S. 353–367.
- SCHREIBER, ULRICH (2008), *Besteuerung der Unternehmen: Eine Einführung in Steuerrecht und Steuerwirkung*, Bd. 2, Heidelberg.
- SCHREIBER, ULRICH/MAI, JAN MARKUS (2008), Steuerwirkungen beim Unternehmenskauf - Eine ökonomische Analyse steuerlicher Missbrauchsregeln, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 60, S. 2–28.
- SHACKELFORD, DOUGLAS A. (2000), Stock Market Reaction to Capital Gains Tax Changes: Empirical Evidence from the 1997 and 1998 Tax Acts, in: *Tax Policy and the Economy*, 14, S. 67–92.
- STEPHENS, CLIFFORD P./WEISBACH, MICHAEL S. (1998), Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs, in: *Journal of Finance*, 53, S. 313–333.
- STIGLITZ, JOSEPH E. (1983), Some Aspects of the Taxation of Capital Gains, in: *Journal of Public Economics*, 21, S. 257–294.
- SURETH, CAREN/LANGELEH, DIRK (2007), The Degree Of Integrating Corporate And Capital Gains Tax Into Income Tax And Its Impact On Investment Decision, in: *Schmalenbach Business Review*, 59, S. 310–339.
- WAGNER, FRANZ W. (2007), Der Einfluss der Besteuerung auf zivilrechtliche Abfindungs- und Ausgleichsansprüche bei Personengesellschaften, in: *Die Wirtschaftsprüfung*, 60, S. 929–937.
- WELTI, ANDREAS (2001), *Aktienrückkauf: Theoretische Erklärungsansätze, Praktische Durchführung, Situation in der Schweiz*, Zürich.
- WENGER, EKKEHARD (2000), Die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen: Systemwidrigkeiten und systematische Notwendigkeiten, in: *Steuer und Wirtschaft*, 77, S. 177–181.
- ZODROW, GEORGE R. (1995), Economic Issues in the Taxation of Capital Gains, in: *Canadian Public Policy*, 21, S. 27–57.

Bislang erschienene **arqus** Diskussionsbeiträge zur Quantitativen Steuerlehre

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 1

Rainer Niemann / Corinna Treisch: Grenzüberschreitende Investitionen nach der Steuerreform 2005 – Stärkt die Gruppenbesteuerung den Holdingstandort Österreich? –
März 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 2

Caren Sureth / Armin Voß: Investitionsbereitschaft und zeitliche Indifferenz bei Realinvestitionen unter Unsicherheit und Steuern
März 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 3

Caren Sureth / Ralf Maiterth: Wealth Tax as Alternative Minimum Tax ? The Impact of a Wealth Tax on Business Structure and Strategy
April 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 4

Rainer Niemann: Entscheidungswirkungen der Abschnittbesteuerung in der internationalen Steuerplanung – Vermeidung der Doppelbesteuerung, Repatriierungspolitik, Tarifprogression –
Mai 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 5

Deborah Knirsch: Reform der steuerlichen Gewinnermittlung durch Übergang zur Einnahmen-Überschuss-Rechnung – Wer gewinnt, wer verliert? –
August 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 6

Caren Sureth / Dirk Langeleh: Capital Gains Taxation under Different Tax Regimes
September 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 7

Ralf Maiterth: Familienpolitik und deutsches Einkommensteuerrecht – Empirische Ergebnisse und familienpolitische Schlussfolgerungen –
September 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 8

Deborah Knirsch: Lohnt sich eine detaillierte Steuerplanung für Unternehmen? – Zur Ressourcenallokation bei der Investitionsplanung –
September 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 9

Michael Thaut: Die Umstellung der Anlage der Heubeck-Richttafeln von Perioden- auf Generationen- tafeln – Wirkungen auf den Steuervorteil, auf Prognoserechnungen und auf die Kosten des Arbeitgebers einer Pensionszusage –
September 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 10

Ralf Maiterth / Heiko Müller: Beurteilung der Verteilungswirkungen der "rot-grünen" Einkommensteuerpolitik – Eine Frage des Maßstabs –
Oktober 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 11

Deborah Knirsch / Rainer Niemann: Die Abschaffung der österreichischen Gewerbesteuer als Vorbild für eine Reform der kommunalen Steuern in Deutschland?

November 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 12

Heiko Müller: Eine ökonomische Analyse der Besteuerung von Beteiligungen nach dem Kirchhofschen EStGB

Dezember 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 13

Dirk Kiesewetter: Gewinnausweispolitik internationaler Konzerne bei Besteuerung nach dem Trennungs- und nach dem Einheitsprinzip

Dezember 2005

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 14

Kay Blaufus / Sebastian Eichfelder: Steuerliche Optimierung der betrieblichen Altersvorsorge: Zuwendungsstrategien für pauschaldotierte Unterstützungskassen

Januar 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 15

Ralf Maiterth / Caren Sureth: Unternehmensfinanzierung, Unternehmensrechtsform und Besteuerung

Januar 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 16

André Bauer / Deborah Knirsch / Sebastian Schanz: Besteuerung von Kapitaleinkünften – Zur relativen Vorteilhaftigkeit der Standorte Österreich, Deutschland und Schweiz –

März 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 17

Heiko Müller: Ausmaß der steuerlichen Verlustverrechnung - Eine empirische Analyse der Aufkommens- und Verteilungswirkungen

März 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 18

Caren Sureth / Alexander Halberstadt: Steuerliche und finanzwirtschaftliche Aspekte bei der Gestaltung von Genussrechten und stillen Beteiligungen als Mitarbeiterkapitalbeteiligungen

Juni 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 19

André Bauer / Deborah Knirsch / Sebastian Schanz: Zur Vorteilhaftigkeit der schweizerischen Besteuerung nach dem Aufwand bei Wegzug aus Deutschland

August 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 20

Sebastian Schanz: Interpolationsverfahren am Beispiel der Interpolation der deutschen Einkommensteuertariffunktion 2006

September 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 21

Rainer Niemann: The Impact of Tax Uncertainty on Irreversible Investment

Oktober 2006

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 22

Jochen Hundsdoerfer / Lutz Kruschwitz / Daniela Lorenz: Investitionsbewertung bei steuerlicher Optimierung der Unterlassensalternative und der Finanzierung
Januar 2007, überarbeitet November 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 23

Sebastian Schanz: Optimale Repatriierungspolitik. Auswirkungen von Tarifänderungen auf Repatriierungsentscheidungen bei Direktinvestitionen in Deutschland und Österreich
Januar 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 24

Heiko Müller / Caren Sureth: Group Simulation and Income Tax Statistics - How Big is the Error?
Januar 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 25

Jens Müller: Die Fehlbewertung durch das Stuttgarter Verfahren – eine Sensitivitätsanalyse der Werttreiber von Steuer- und Marktwerten
Februar 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 26

Thomas Gries / Ulrich Prior / Caren Sureth: Taxation of Risky Investment and Paradoxical Investor Behavior
April 2007, überarbeitet Dezember 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 27

Jan Thomas Martini / Rainer Niemann / Dirk Simons: Transfer pricing or formula apportionment? Taxinduced distortions of multinationals' investment and production decisions
April 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 28

Rainer Niemann: Risikoübernahme, Arbeitsanreiz und differenzierende Besteuerung
April 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 29

Maik Dietrich: Investitionsentscheidungen unter Berücksichtigung der Finanzierungsbeziehungen bei Besteuerung einer multinationalen Unternehmung nach dem Einheitsprinzip
Mai 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 30

Wiebke Broekelschen / Ralf Maiterth: Zur Forderung einer am Verkehrswert orientierten Grundstücksbewertung –Eine empirische Analyse-
Mai 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 31

Martin Weiss: How Well Does a Cash-Flow Tax on Wages Approximate an Economic Income Tax on Labor Income?
Juli 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 32

Sebastian Schanz: Repatriierungspolitik unter Unsicherheit. Lohnt sich die Optimierung?
Oktober 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 33

Dominik Rumpf / Dirk Kiesewetter / Maik Dietrich: Investitionsentscheidungen und die Begünstigung nicht entnommener Gewinne nach § 34a EStG

November 2007, überarbeitet März 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 34

Deborah Knirsch / Rainer Niemann: Allowance for Shareholder Equity – Implementing a Neutral Corporate Income Tax in the European Union

Dezember 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 35

Ralf Maiterth/ Heiko Müller / Wiebke Broekelschen: Anmerkungen zum typisierten Ertragsteuersatz des IDW in der objektivierten Unternehmensbewertung

Dezember 2007

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 36

Timm Bönke / Sebastian Eichfelder: Horizontale Gleichheit im Abgaben-Transfersystem: eine Analyse äquivalenter Einkommen von Arbeitnehmern in Deutschland

Januar 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 37

Deborah Knirsch / Sebastian Schanz: Steuerreformen durch Tarif- oder Zeiteffekte? Eine Analyse am Beispiel der Thesaurierungsbegünstigung für Personengesellschaften

Januar 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 38

Frank Hechtner / Jochen Hundsdoerfer: Die missverständliche Änderung der Gewerbesteueranrechnung nach § 35 EStG durch das Jahressteuergesetz 2008 – Auswirkungen für die Steuerpflichtigen und für das Steueraufkommen

Februar 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 39

Alexandra Maßbaum / Caren Sureth: The Impact of Thin Capitalization Rules on Shareholder Financing

Februar 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 40

Rainer Niemann / Christoph Kastner: Wie streitanfällig ist das österreichische Steuerrecht? Eine empirische Untersuchung der Urteile des österreichischen Verwaltungsgerichtshofs nach Bemessungsgrundlagen-, Zeit- und Tarifeffekten

Februar 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 41

Robert Kainz / Deborah Knirsch / Sebastian Schanz: Schafft die deutsche oder österreichische Begünstigung für thesaurierte Gewinne höhere Investitionsanreize?

März 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 42

Henriette Houben / Ralf Maiterth: Zur Diskussion der Thesaurierungsbegünstigung nach § 34a EStG

März 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 43

Maik Dietrich / Kristin Schönemann: Steueroptimierte Vermögensbildung mit Riester-Rente und Zwischenentnahmehemmelmodell unter Berücksichtigung der Steuerreform 2008/2009

März 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 44

Nadja Dwenger: Tax loss offset restrictions – Last resort for the treasury? An empirical evaluation of tax loss offset restrictions based on micro data.

Mai 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 45

Schönemann, Kristin / Dietrich, Maik: Eigenheimrentenmodell oder Zwischenentnahmemodell – Welche Rechtslage integriert die eigengenutzte Immobilie besser in die Altersvorsorge?

Juni 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 46

Christoph Sommer: Theorie der Besteuerung nach Formula Apportionment – Untersuchung auftretender ökonomischer Effekte anhand eines Allgemeinen Gleichgewichtsmodells

Juli 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 47

André Bauer / Deborah Knirsch / Sebastian Schanz: Auswirkungen der deutschen Unternehmensteuerreform 2008 und der österreichischen Gruppenbesteuerung auf den grenzüberschreitenden Unternehmenserwerb

Juli 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 48

Dominik Rumpf: Zinsbereinigung des Eigenkapitals im internationalen Steuerwettbewerb – Eine kostengünstige Alternative zu „Thin Capitalization Rules“? –

August 2008

arqus Diskussionsbeitrag Nr. 49

Martin Jacob: Welche privaten Veräußerungsgewinne sollten besteuert werden?

August 2008

Impressum:

arqus – Arbeitskreis Quantitative Steuerlehre

Herausgeber: Kay Blaufus, Jochen Hundsdoerfer,
Dirk Kiesewetter, Deborah Knirsch, Rolf J.
König, Lutz Kruschwitz, Andreas Löffler, Ralf
Maiterth, Heiko Müller, Rainer Niemann, Caren
Sureth, Corinna Treisch

Kontaktadresse:

Prof. Dr. Caren Sureth, Universität Paderborn,
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften,
Warburger Str. 100, 33098 Paderborn,
www.arqus.info, Email: info@arqus.info

ISSN 1861-8944