

Kumulative Dissertation zum Themengebiet:

**INVESTMENT TIMING DECISIONS UNDER
CAPITAL GAINS TAXATION**

**INVESTITIONSZEITPUNKTENTSCHEIDUNGEN BEI
VERÄUSSERUNGSGEWINNBESTEUERUNG**

vorgelegt von

Annika Hegemann

zur Erlangung des akademischen Grades eines

Doktors der Wirtschaftswissenschaften

(Doctor rerum politicarum)

Im Rahmen des Dissertationsverfahrens an der
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, Universität Paderborn

“Investor:

“Sure, I think the market is high now and my stocks are priced at a level which is rather hard to justify in view of their prospective earnings or dividends. But I hate to sell them when it means I’m going to lose about 15 per cent of their value in capital gains tax. I don’t see why I should do that unless I expect the market to drop 15 per cent.”

Author:

“Are you willing at this time to commit yourself to hold your present stocks for the rest of your life?” ”

Holt und Shelton (1961), S. 559.

VORWORT

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2016 von der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Universität Paderborn als Dissertation angenommen. Sie entstand während meiner Zeit als Stipendiatin der Graduate School Applied Network Science (GSANS) an der Universität Paderborn und als wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebswirtschaftliche Steuerlehre, von Frau Prof. Dr. Caren Sureth-Sloane.

Auf diesem Weg möchte ich mich bei allen Personen bedanken, die mich während meiner Promotionszeit begleitet und unterstützt haben.

Allen voran möchte ich meiner akademischen Lehrerin, Frau Prof. Dr. Caren Sureth-Sloane für die Möglichkeit, in Paderborn promovieren zu dürfen, danken. Weiterhin danke ich ihr für ihr Interesse und ihre Unterstützung, wie auch für die stetige Bereitschaft zur Diskussion und der Möglichkeit, an zahlreichen Seminaren teilzunehmen und mitzuwirken. All dies hat dazu beigetragen, dass ich motiviert forschen konnte und wichtige Kenntnisse und Erfahrungen sammeln konnte. Ein weiterer Dank gilt Herrn Prof. Dr. Jens Müller für die Übernahme des Zweitgutachtens sowie seinen hilfreichen und nützlichen Anmerkungen während der Erstellung meiner Arbeit.

Für die gute und konstruktive Zusammenarbeit danke ich meinen Koautorinnen Frau Prof. Dr. Angela Kunoth und Frau Kristina Rupp.

Bedanken möchte ich mich auch bei meinen Kolleginnen und Kollegen Stephan Alberternst, Bastian Brinkmann, Vanessa Flagmeier, Regina Ortmann, Pia Kortebusch, und Annika Mehrmann, die durch zahlreiche Diskussionen und ganz besonders durch ihre Freundschaft zum Erfolg meiner Arbeit beigetragen haben und die die Zeit am Lehrstuhl für mich unvergesslich gemacht haben.

Abschließend möchte ich mich bei meinem Mann Florian und meinen Eltern Ingrid und Harald bedanken, die mich immer und in allem unterstützt haben und somit maßgeblich zum Gelingen der Arbeit beigetragen haben. Herzlichen Dank!

INHALTSVERZEICHNIS

1 EINLEITUNG UND ZUSAMMENFASSUNG DER BEITRÄGE

2 BEITRÄGE DER DISSERTATION

- **Hegemann, A. (2012):** Besteuerung von Beteiligungsinvestitionen und Risikoempfindlichkeit - Wie wirkt die Abgeltungssteuer?, arqus, Quantitative Research in Taxation, Discussion Paper No. 140, <http://www.arqus.info>.
- **Hegemann, A., Kunoth, A., Rupp, K. und Sureth-Sloane, C. (2016):** Hold or sell? How capital gains taxation affects holding decisions, Review of Managerial Science, forthcoming.
- **Hegemann, A. (2016):** Hemmt die Veräußerungsgewinnbesteuerung unternehmerische Flexibilität?, arqus, Quantitative Research in Taxation, Discussion Paper No. 203, <http://www.arqus.info>.

1 EINLEITUNG UND ZUSAMMENFASSUNG DER BEITRÄGE

Auch wenn Steuern auf Veräußerungsgewinne weniger als 1% des gesamten Steueraufkommens in Deutschland ausmachen,¹ so sind sie doch für den einzelnen Veräußerer eine einflussreiche Komponente, die beim Verkauf einer Investitionsanlage zu berücksichtigen ist. Bei der Veräußerungsgewinnbesteuerung handelt es sich um eine aperiodische Steuerart, deren Zahlung nur bei Realisierung eines Veräußerungsgewinns respektive dem Verkauf einer Investitionsanlage fällig wird. Aus diesem Grund ist der Zeitpunkt, zu dem verkauft wird, im Rahmen der Besteuerung von großer Bedeutung. In der vorliegenden Dissertation wird der Einfluss der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf Investitionszeitpunktentscheidungen in drei modelltheoretischen Beiträgen untersucht.

Die Wirkungen der Veräußerungsgewinnbesteuerung werden in der Literatur bereits in zahlreichen theoretischen und empirischen Beiträgen untersucht. *Holt und Shelton* (1961) zeigen modelltheoretisch, dass der Investor durch die Veräußerungsgewinnbesteuerung zum Halten seiner Investition veranlasst wird. Dieser Wirkungszusammenhang wird als Lock-In-Effekt² bezeichnet und in den empirisch fundierten Beiträgen von *Ivković et al.* (2004) und *Jin* (2006) thematisiert. *Ivković et al.* (2004) untersuchen den steuermotivierten Verkauf von Investitionen und zeigen Evidenz dafür, dass insbesondere große Investitionen über lange Haltedauern von dem Lock-In-Effekt betroffen sind. *Jin* (2006) zeigt in einem Vergleich von steuerpflichtigen und steuerfreien Investoren wie empfindlich Steuerpflichtige auf die Veräußerungsgewinnbesteuerung reagieren.³ Die Entscheidung über die Haltedauer von Investitionen unter einer Veräußerungsgewinnbesteuerung ist eng mit dem Lock-In-Effekt verknüpft und wird auch im zweiten Beitrag der Dissertation, *Hegemann et al.* (2016) "**Hold or sell? How capital gains taxation affects holding decisions**", behandelt. In der Litera-

¹ Vgl. *Destatis* (2016).

² Der Lock-In-Effekt beschreibt, dass Investitionen, die mit Gewinnen veräußert werden könnten, aufgrund der Veräußerungsgewinnbesteuerung weiterhin gehalten werden und dass Investitionen, die Veräußerungsverluste beinhalten, verkauft werden, obwohl sie ohne Veräußerungsgewinnbesteuerung gehalten werden würden, vgl. *Auerbach* (1992), S. 263.

³ Vgl. auch *Stiglitz* (1983), *Auerbach* (1991), *Viard* (2000), *Dai et al.* (2008), *Sahm* (2008) und *Becker et al.* (2013) zum Lock-In-Effekt. *Schmiel* (2011) führt aus, dass die Veräußerungsgewinnbesteuerung unter Unsicherheit nicht zwingend einen Lock-In-Effekt hervorruft.

tur findet sich ein uneinheitliches Bild über den Einfluss der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf die Wahl der Haltedauer: Während *Cook und O'Hare* (1987) und *Gau und Wang* (1994) den Zusammenhang zwischen Haltedauerentscheidungen und der Veräußerungsgewinnbesteuerung empirisch untersuchen und herausfinden, dass die Besteuerung bei der Wahl der Haltedauer eine untergeordnete Rolle spielt, zeigt *Klein* (1999) modelltheoretisch, dass die Veräußerungsgewinnbesteuerung im Rahmen der Portfolio-Optimierung großen Einfluss auf die Haltedauerentscheidung hat.⁴

Neben dem Lock-In-Effekt und der Haltedauerentscheidung wird auch das Zusammenspiel von Veräußerungsgewinnbesteuerung und laufender Einkommensbesteuerung intensiv im Schrifttum behandelt. Die sogenannte Doppel- oder auch Mehrfachbesteuerung, durch die bereits besteuerte Erträge bei Verkauf zusätzlich der Veräußerungsgewinnbesteuerung unterliegen, wird auch im ersten Beitrag der Dissertation, *Hegemann* (2012) "**Besteuerung von Beteiligungsinvestitionen und Risikoempfindlichkeit – Wie wirkt die Abgeltungssteuer?**", thematisiert. Auch die Beiträge von *Collins und Kemsley* (2000), *Wenger* (2000) und *Jacob* (2009) untersuchen das Zusammenspiel verschiedener Besteuerungsarten.⁵ *Collins und Kemsley* (2000) stellen empirisch eine Dreifachbesteuerung, bestehend aus Unternehmens-, Dividenden-, und Veräußerungsgewinnbesteuerung, des reinvestierten Kapitals amerikanischer Unternehmen fest und *Wenger* (2000) führt in einem qualitativen Beitrag aus, dass Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften aus steuersystematischen Gründen zwingend steuerfrei sein sollten. *Jacob* (2009) zeigt modelltheoretisch, dass die Veräußerungsgewinnbesteuerung beim Anteilshandel privater Investoren eine zusätzliche Steuerbelastung generierter Unternehmensgewinne darstellt.

Da in den ersten zwei Beiträgen⁶ der Dissertation die Wirkung der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf die Investitionszeitpunktentscheidung unter verschiedenen Steuersystemen untersucht wird, dient auch der Literaturstrang zu den Auswirkun-

⁴ Vgl. auch *Protopapadakis* (1983) zu dem Einfluss der Haltedauer auf den effektiven Grenzsteuersatz.

⁵ Vgl. auch *Bradford* (1981), *Ball* (1984) und *Marliave* (2005).

⁶ Siehe *Hegemann* (2012) "**Besteuerung von Beteiligungsinvestitionen und Risikoempfindlichkeit – Wie wirkt die Abgeltungssteuer?**" und *Hegemann et al.* (2016) "**Hold or sell? How capital gains taxation affects holding decisions**".

gen von Reformen der Veräußerungsgewinnbesteuerung als wichtige Grundlage der Dissertation. *Auerbach* (1989) zeigt modelltheoretisch, dass es – trotz der insgesamt unbestimmten Effekte der Veräußerungsgewinnbesteuerung – geringe Anzeichen gibt, die auf eine Erhöhung der Steuereinnahmen des Fiskus bei Reduzierung der Veräußerungsgewinnbesteuerung hindeuten.⁷ *Ayers et al.* (2003) zeigen anhand einer Analyse US-amerikanischer Daten Evidenz dafür, dass die Veräußerungsgewinnbesteuerung privater Investoren den Verkaufspreis einer Kapitalgesellschaft erhöht.⁸ *König und Wosnitza* (2000), *Sureth und Langeleh* (2007) und *Sureth* (2010) zeigen anhand des Gordonschen Wachstumsmodells⁹ die Wirkung der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf Beteiligungsinvestitionen.¹⁰ Während *König und Wosnitza* (2000) untersuchen, wie die verzerrende Wirkung der temporären Doppelbesteuerung der Veräußerungsgewinnbesteuerung durch eine Modifizierung des körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahrens umgangen werden kann, untersuchen *Sureth und Langeleh* (2007) zudem die Auswirkungen unsicherer Renditen und Steuersätze auf den Beteiligungs-
wert unter verschiedenen Steuersystemen. Unter restriktiven Annahmen können die Autoren Aussagen dazu treffen, welches Steuersystem die Investitionsentscheidung in welchem Ausmaß verzerrt. Eine generelle Lösung für Wirkung der unterschiedlichen Steuersysteme auf die Investitionsentscheidung können die Autoren jedoch nicht liefern. In einem deterministischen Modell behandelt *Sureth* (2010) die Frage, wie sich die Abgeltungssteuer auf Beteiligungsveräußerungen auswirkt und stellt eine investitionsemmende Wirkung im Vergleich zum Halbeinkünfteverfahren fest. Inwieweit sich risikoempfindliche Faktoren in Form sich ändernder Umweltzustände auf Betei-

⁷ Vgl. auch die modelltheoretischen Beiträge von *Schreiber und Rogall* (2000) und *Sureth* (2006) zu den Wirkungen einer Reform der Veräußerungsgewinnbesteuerung.

⁸ Vgl. auch die empirischen Untersuchungen von *Lang und Shackelford* (2000) und *Shackelford* (2000) zu den Reaktionen der Aktienpreise auf die Reform der Veräußerungsgewinnbesteuerung; vgl. den empirisch fundierten Beitrag von *Jacob* (2011) zu einer Reform der Veräußerungsgewinnbesteuerung von einem progressiven auf einen proportionalen Tarif in Schweden.

⁹ Das Modell wird im Schrifttum alternativ auch als Dividendenwachstumsmodell bezeichnet und wird für die Berechnung von Investitionsendwerten genutzt. Vgl. *Gordon und Shapiro* (1956) und *Gordon* (1962).

¹⁰ Vgl. auch die empirischen Beiträge von *Feldstein et al.* (1980) zur Sensitivität von Aktienverkäufen auf Steuersätze.

ligungsinvestitionen auswirken, wird bei *Sureth* (2010) hingegen nicht untersucht.

Durch das seit dem Veranlagungszeitraum 2009 geltende Abgeltungssteuersystem schmälert sich der Gewinn des Veräußerers um pauschal 25%. Steuerbefreiungen oder ermäßigte Steuersätze auf Veräußerungsgewinne sind – wie beispielsweise im körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahren – im Abgeltungssteuersystem nicht vorgesehen. Dadurch erlangt die Veräußerungsgewinnbesteuerung unter dem System der abgeltenden Besteuerung nunmehr eine große Bedeutung. In der Literatur gibt es bereits Untersuchungen zu den Wirkungen einer Abgeltungssteuer auf Investitionsentscheidungen.¹¹ Hierbei steht vor allem die Ungleichbehandlung der Investitionsalternativen (Betriebs- vs. Privatvermögen) im Vordergrund. Das Abgeltungssteuersystem ist Untersuchungsgegenstand des ersten Beitrags der Dissertation: *Hegemann* (2012) **"Besteuerung von Beteiligungsinvestitionen und Risikoempfindlichkeit – Wie wirkt die Abgeltungssteuer?"**

In dem Beitrag wird aufbauend auf *Gordon* (1956, 1962) und *König und Wosnitza* (2000) der Ansatz von *Sureth* (2010) erweitert, indem unsichere Renditen und Steuersätze in das Gordonsche Wachstumsmodell modelliert werden. Es wird untersucht, inwieweit Investitionsentscheidungen unter dem Abgeltungssteuersystem durch risikoempfindliche Faktoren – in Form von Renditen und Steuersätzen – verzerrt werden. Der Beitrag ist zusätzlich eine Weiterentwicklung von *Sureth und Langeleb* (2007), die verschiedene Steuersysteme und explizit auch die Veräußerungsgewinnbesteuerung in das Gordonschen Wachstumsmodell integrieren und die Verzerrungsempfindlichkeit bei unsicheren Renditen und Steuersätzen auf Investitionsentscheidungen untersuchen. Die Autoren konzentrieren sich in ihrem Beitrag auf das körperschaftsteuerliche Anrechnungsverfahren,¹² das Teileinkünfteverfahren¹³ und das klassische

¹¹ Vgl. beispielsweise *Kiesewetter und Lachmund* (2004), *Watrin und Benhof* (2007), *Wiegard* (2007) und *Nippel und Podlech* (2011).

¹² Das körperschaftsteuerliche Anrechnungssystem wurde 1977 in Deutschland eingeführt. Veräußerungsgewinne wurden wie folgt behandelt: Neben einer einjährigen Spekulationsfrist auf Veräußerungsgewinne, innerhalb derer Veräußerungsgewinne steuerfrei waren, wurden alle weiteren Einkünfte aus einer Veräußerung mit einem ermäßigten Steuersatz besteuert.

¹³ Das Teil- bzw. Halbeinkünfteverfahren galt ab 2001 für Einnahmen ausländischer und ab 2002 für Einnahmen inländischer Beteiligungen aus Kapitalgesellschaften in Deutschland.

Körperschaftsteuerverfahren. *Sureth und Langeleh* (2007) finden unter restriktiven Bedingungen¹⁴ heraus, dass das Teileinkünfteverfahren unter Sicherheit stärkere Verzerrungen bei der Investitionsentscheidung hervorruft als das körperschaftsteuerliche Anrechnungsverfahren. Mit Hilfe einer Monte Carlo Simulation werden in einem zweiten Schritt sich ändernde Umweltzustände der Steuersätze und der internen Rendite modelliert. Unter diesen Bedingungen verzerrt das körperschaftsteuerliche Anrechnungsverfahren bei niedrigen Einkommensteuersätzen und Thesaurierungsquoten oder bei Einkommensteuersätzen, die sehr volatil sind, die Investitionsentscheidung stärker als das Teileinkünfteverfahren. Da das Abgeltungssteuersystem unter diesen Bedingungen noch nicht untersucht worden ist, beantwortet der erste Beitrag der Dissertation die offene Frage, wie sich die Abgeltungssteuer bei Risikoempfindlichkeit auf Beteiligungsinvestitionen auswirkt. Um die Ergebnisse der Untersuchung bewerten zu können, wird das körperschaftsteuerliche Anrechnungsverfahren zum Vergleich herangezogen. Es zeigt sich, dass das körperschaftsteuerliche Anrechnungsverfahren den Beteiligungsbarwert einer Investition bei Unsicherheit stärker verzerrt als das Abgeltungssteuersystem. Das Ergebnis der Untersuchung ist dahingehend unerwartet, als dass das körperschaftsteuerliche Anrechnungsverfahren in der Literatur aufgrund der Anrechnung der Körperschaftsteuer auf die Einkommensteuer und die dadurch vermiedene Doppelbesteuerung als ein relativ neutral wirkendes Steuersystem bezeichnet wird.¹⁵ In einem weiteren Schritt wird das Modell in der Hinsicht modifiziert, als dass der Einkommensteuersatz des körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahrens variiert wird, um auf diese Weise eine gleich hohe Steuerbelastung wie im Abgeltungssteuersystem zu generieren. Damit ist der Investitionsbarwert bei der Steuersysteme gleich hoch. Wird unter dieser Voraussetzung erneut Unsicherheit in Form sich ändernder Steuersätze und Renditen simuliert, stellt sich heraus, dass auch bei gleich hoher steuerlicher Belastung das körperschaftsteuerliche Anrechnungsverfahren eine stärkere Verzerrung aufweist als das Abgeltungssteuersystem. Durch die Untersuchung wird gezeigt, dass das Abgeltungssteuersystem in dem zu Grunde liegenden Modell robuster in Bezug auf sich ändernde Zins- und Einkom-

¹⁴ Beispielsweise entspricht die vorsteuerliche interne Rendite der vorsteuerlichen externen Rendite und der Einkommensteuersatz ist für alle Investoren gleich hoch, vgl. *Sureth und Langeleh* (2007), S. 314-315.

¹⁵ Vgl. *Siegel et al.* (2000).

mensteuersätze reagiert. Neben den kritischen Beiträgen zur Abgeltungssteuer, die insbesondere die Mehrfachbelastung durch die Veräußerungsgewinnbesteuerung respektive die Ungleichbehandlung von Kapitaleinkünften kritisieren,¹⁶ wird durch den Beitrag *Hegemann* (2012) ein positiver Effekt des abgeltenden Steuersystems herausgestellt.

Da die Beiträge im Schrifttum den Einfluss der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf die Wahl der Haltedauer unterschiedlich stark beschreiben, beschäftigt sich der zweite Beitrag der Dissertation, *Hegemann et al.* (2016) "**Hold or sell? How capital gains taxation affects holding decisions**", mit eben der Frage, wie sich die Veräußerungsgewinnbesteuerung auf den Verkaufszeitpunkt respektive die Haltedauer einer Investition auswirkt. Da es im Schrifttum keine analytischen Untersuchungen zu dem Einfluss der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf die Haltedauerentscheidung des Investors unter verschiedenen Steuersystemen gibt, werden in der Untersuchung drei verschiedene Steuersysteme berücksichtigt und miteinander verglichen.¹⁷ Auf Grundlage des Gordonschen Wachstumsmodells wird zunächst untersucht, ob es einen optimalen Verkaufszeitpunkt unter Berücksichtigung der Veräußerungsgewinnbesteuerung gibt. Es stellt sich heraus, dass die Veräußerungsgewinnbesteuerung Verkaufsentscheidungen verzögert, wobei die Entscheidungsrelevanz dieser Besteuerungsform für ansteigende Haltedauern stetig abnimmt. Mit diesem Ergebnis wird gezeigt, dass es eine Wechselwirkung zwischen dem Einfluss der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf die Haltedauerentscheidung und der Länge der Haltedauer auf die Stärke des Einflusses der Veräußerungsgewinnbesteuerung gibt. Somit kann der aus der Literatur vielfach diskutierte Lock-In-Effekt nur zum Teil bestätigt werden. Da dieser Effekt mit der Länge der Haltedauer abnimmt, wird der Lock-In-Effekt in dem Modell als temporärer Effekt bezeichnet. Weiterhin kann der optimale Verkaufszeitpunkt, der einen maximalen Kapitalwert impliziert, analytisch nicht ermittelt werden. Deshalb wird stattdessen der Schwellenwert (Breakeven-Zeitpunkt) ermittelt, zu dem garantiert nachsteuerliche Kapitalwerte erzielt werden, die diejenigen bei einem sofortigen Verkauf übersteigen. Damit wird gezeigt, dass neben dem sofortigen Investitionsverkauf, wel-

¹⁶ Vgl. *Herzig* (2007), S. 14, *Homburg* (2007), S. 687 und *Jacob* (2009), S. 592.

¹⁷ Es werden hierbei die in Deutschland letzten drei gültigen Steuersysteme unter Berücksichtigung der Veräußerungsgewinnbesteuerung betrachtet.

cher oftmals den optimalen Verkaufszeitpunkt ausmacht, je nach Steuersystem auch lange Haltedauern attraktiv für den Investor sein können.¹⁸ Dabei spielt insbesondere die Integration von Einkommen- und Körperschaftsteuer eine wichtige Rolle. Das klassische Körperschaftsteuerverfahren erfordert oftmals Haltedauern von über 100 Perioden, damit ein Verkauf der Investition vorteilhaft ist. Im Gegensatz dazu ergeben sich im Teileinkünfteverfahren die frühesten attraktiven Verkaufszeitpunkte und somit der höchste Grad an Flexibilität. Im Schrifttum wird der Wirkungszusammenhang zwischen der Dividendenpolitik eines Unternehmens und einer Steuersatzänderung kontrovers diskutiert.¹⁹ In der modelltheoretischen Untersuchung von *Hegemann et al.* (2016) führen hohe Thesaurierungsquoten überraschenderweise zu einem früheren Verkaufszeitpunkt unter dem klassischen Körperschaftsteuerverfahren, dem entgegen wird der Verkaufszeitpunkt unter dem Teileinkünfteverfahren und unter dem körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahren bei einer steigenden Thesaurierungsquote später erreicht. Zusätzlich wird der ungünstigste Verkaufszeitpunkt ermittelt, bei dem der Investor den geringsten nachsteuerlichen Kapitalwert erzielt. Dieser ungünstigste Verkaufszeitpunkt, der von Investorenseite vermieden werden sollte, unterscheidet sich stark unter den verschiedenen Steuersystemen. Unter einem voll integrierten Steuersystem wie dem körperschaftsteuerlichen Anrechnungsverfahren wird der ungünstigste Verkaufszeitpunkt eher erreicht als unter den nicht integrierten Steuersystemen. Die Ergebnisse der Untersuchung helfen das Verhalten von Investoren bei Veränderungen der Veräußerungsgewinnbesteuerung zu antizipieren und sind daher sowohl für Investoren als auch für steuerpolitische Entscheidungen relevant.

Neben der Entscheidung über den Verkaufszeitpunkt der Investition spielt für den Investor auch der Zeitpunkt, zu dem investiert werden soll, eine wichtige Rolle. Während bei *Hegemann et al.* (2016) lediglich die Wahl des optimalen Verkaufszeitpunkts im Fokus der Betrachtung steht, wird auch die Frage nach dem optimalen Kaufzeit-

¹⁸ Vgl. *Protopapadakis* (1983), S. 134 zu der unterschätzten Länge von Haltedauern unter einer Veräußerungsgewinnbesteuerung.

¹⁹ Während *Blouin et al.* (2011) und *Henry* (2011) in ihren empirischen Beiträgen einen Zusammenhang zwischen der Besteuerung und der Dividendenpolitik feststellen, kommen *Brav et al.* (2005) und *Dragota et al.* (2009) in ihren Beiträgen zu dem Ergebnis, dass die Besteuerung keinen Einfluss auf die Dividendenpolitik hat.

punkt in der Literatur diskutiert. Insbesondere in der jüngeren Literatur finden sich zahlreiche Beiträge, die den Wert von flexiblen Investitionen unter Berücksichtigung von Steuern untersuchen. Die der aus der Finanzwirtschaft stammende Optionspreisbewertung²⁰ und deren Anwendung auf reale Optionen²¹ werden als Grundlage genutzt, um einen flexiblen Investitionsbeginn oder ein flexibles Investitionsende modelltheoretisch abzubilden. *Panteghini* (2001) untersucht mit diesem Modell Investitionen unter Unsicherheit, die einen flexiblen Investitionsbeginn erlauben. Er findet heraus, dass zuvor entscheidungsverzerrende Steuerasymmetrien unter der Option, den Investitionsbeginn in die Zukunft zu verschieben, neutral wirken. Auch *Niemann* (1999), *Sureth* (2002) und *Niemann* (2004) zeigen Bedingungen für ein neutral wirkendes Steuersystem unter dem Realoptionsansatz auf.²² *Schneider und Sureth* (2010) beziehen neben einer Warteoption, durch die der Investitionsbeginn in die Zukunft verschoben werden kann, eine Abbruchoption in ihr einperiodiges Binomialmodell ein, durch die eine Investition frühzeitig beendet werden kann. Sie untersuchen die Wechselwirkungen der Optionen und der Ertragsbesteuerung auf Investitionsentscheidungen, die normale aber auch paradoxe Wirkungen hervorrufen können. *Mehrmann et al.* (2012) erweitern diesen Ansatz um eine asymmetrische Gewinn- und Verlustbesteuerung. Mit Hilfe eines Binomialmodells zeigen sie, dass ohne die Flexibilität die Investition abzubrechen, eine Erhöhung des Gewinnsteuersatzes in einem Steuersystem mit Verlustverrechnungsbegrenzungen die Investitionsentscheidung wesentlich beeinflussen kann. In den genannten Untersuchungen wird von einer Veräußerungsgewinnbesteuerung jedoch abstrahiert. *Niemann und Sureth* (2013) untersuchen neben der laufenden Ertragsbesteuerung in einem zweiperiodigen Binomialmodell den Einfluss der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf Investitionszeitpunktentscheidungen bei einer Verzögerungs- und Abbruchoption. Die Autoren identifizieren anhand numerischer Untersuchungen Bedingungen für normale und paradoxe Reaktionen des Investors auf den Investitionsbeginn. Im dritten Beitrag der Dissertation, *Hegemann* (2016), gelingt es, den Ansatz von *Niemann und Sureth* (2013) zu verallgemeinern. In dem Beitrag wird die Entscheidungssituation eines Investors untersucht, der den

²⁰ Vgl. *Black* (1973).

²¹ Vgl. *Myers* (1977) und *Dixit* (1994).

²² Vgl. auch *Sureth* (1999), *Alvarez und Koskela* (2008) und *Gries et al.* (2012) in Bezug auf die verzerrende Wirkung eines asymmetrischen Steuersystems auf riskante Investitionen.

Kauf- und Verkaufszeitpunkt einer riskanten Investition flexibel wählen kann und diesbezüglich die Besteuerung in sein Kalkül miteinbezieht.

Im dritten Beitrag der Dissertation wird folgender Frage nachgegangen: "**Hemmt die Veräußerungsgewinnbesteuerung unternehmerische Flexibilität?**" In einem zweiperiodigen Binomialmodell wird neben der laufenden Ertragsbesteuerung die Veräußerungsgewinnbesteuerung berücksichtigt. Der Liquiditätspreis bestimmt sich neben dem Buchwert aus einem extern vorgegebenen Veräußerungsgewinn/verlust. Die Berücksichtigung eines Veräußerungsgewinns stellt eine Erweiterung des Modells von *Schneider und Sureth* (2010) dar, die in ihrem Modell von einem Verkauf zum Buchwert ausgehen. Der Investor in dem zu Grunde liegenden Modell hat die Wahl zwischen einer hinreichend sicheren Anlage und einer Anlage, die mit einer höheren Unsicherheit behaftet ist. Durch die Möglichkeit, die relativ unsichere Investitionsalternative durch Hedgingunternehmen am Markt absichern zu lassen, eröffnen sich dem Investor zwei Optionen. Zum einen kann der Investor die Investition zu einem späteren Zeitpunkt durchführen und zum anderen kann er die Investition frühzeitig beenden. Diese Möglichkeiten werden durch zwei Realoptionen in das Modell integriert. Zunächst wird die Investitionsschwelle bestimmt, bis zu dem die Warteoption eingelöst wird und bei dessen Überschreiten die sofortige Investitionsalternative gewählt wird. Daraufhin wird untersucht, wie sich der Veräußerungsgewinnsteuersatz auf die Investitionsschwelle auswirkt. Anders als bei *Niemann und Sureth* (2013) gelingt es, eine analytische Untersuchung durchzuführen. Es wird gezeigt, dass vor allem die unterschiedliche Entwicklung der Zahlungsströme der Investitionsalternativen ausschlaggebend dafür ist, in welche Richtung sich die Veräußerungsgewinnbesteuerung auf die Investitionszeitpunktentscheidung auswirkt. Immer dann, wenn das Investitionswachstum größer ist als das der alternativen Kapitalmarktanlage – eine Entwicklung, die unter dem aktuell niedrigen Zinsniveau wahrscheinlich ist – wird die sofortige Investition der späteren Investitionsalternative vorgezogen, sobald der Veräußerungsgewinnsteuersatz angehoben wird. Dieses Ergebnis steht den Ergebnissen von *Viard* (2000) und *Dai et al.* (2008) entgegen, die in ihren Beiträgen eine Investitionshemmung bei steigenden Veräußerungsgewinnsteuersätzen zeigen. Auch aus ökonomischen Überlegungen heraus überrascht das Ergebnis, da aufgrund des Kapitalwertkalküls eine spätere Zahlung der Veräußerungsgewinnbesteuerung durch

die Diskontierung auf den Entscheidungszeitpunkt geringer ausfällt als eine sofortige Zahlung. Auch in der Literatur werden ähnliche Effekte als paradox bezeichnet.²³ Das Ergebnis unterstreicht zudem den Beitrag von *Nippel und Podlech* (2011), die die relative Bedeutung einer Kursgewinnbesteuerung und der subjektiv erwarteten Kurs- und Dividendenentwicklung beim Verkauf von Wertpapieren untersucht haben. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass die subjektiven Erwartungen über die unsicheren Entwicklungen der Dividenden und Kurse eine viel gewichtigere Rolle spielen als die Kursgewinnbesteuerung. Auch in dem dritten Beitrag der Dissertation sind es die subjektiven Erwartungen über die Investitionsentwicklung, die die Investitionszeitpunktentscheidung vorrangig beeinflussen. Erst in zweiter Reihe führt die Veräußerungsgewinnbesteuerung ebenfalls zu einer Beeinflussung der Investitionszeitpunktentscheidung, die allerdings immer unter Berücksichtigung der erwarteten Investitionsentwicklung betrachtet werden muss. Mit diesem Beitrag wird betont, dass Investoren wie auch steuerpolitische Entscheidungsträger bei Investitionszeitpunktentscheidungen neben den Auswirkungen einer Steuersatzveränderung auch immer die Entwicklung der zugrunde liegenden Bemessungsgrundlage in ihr Kalkül miteinbeziehen sollten, um die Auswirkungen einer Veräußerungsgewinnbesteuerung auf Investitionen beurteilen zu können.

²³ Vgl. *Alvarez und Koskela* (2008), *Gries et al.* (2012) und *Niemann und Sureth* (2013).

LITERATUR ZU KAPITEL I

Alvarez, Luis H. R. und Koskela, Erkki (2008) "Progressive Taxation, Tax Exemption, and Irreversible Investment under Uncertainty", *Journal of Public Economic Theory*, 10 (1), 149–169.

Auerbach, Alan J. (1989) "Capital Gains Taxation and Tax Reform", *National Tax Journal*, 42 (3), 391–401.

— (1991) "Retrospective Capital Gains Taxation", *The American Economic Review*, 81 (1), 167–178.

— (1992) "On the Design and Reform of Capital-Gains Taxation", *American Economic Review*, 82 (2), 263–267.

Ayers, Benjamin C.; Lefanowicz, Craig E. und Robinson, John R. (2003) "Shareholder Taxes in Acquisition Premiums: The Effect of Capital Gains Taxation", *The Journal of Finance*, 58 (6), 2783–2801.

Ball, Ray (1984) "The Natural Taxation of Capital Gains and Losses when Income is Taxed", *Journal of Banking and Finance*, 8 (3), 471–481.

Becker, Bo; Jacob, Marcus und Jacob, Martin (2013) "Payout Taxes and the Allocation of Investment", *Journal of Financial Economics*, 107 (1), 1–24.

Black, Fischer, Scholes Myron (1973) "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, 81 (3), 637–654.

Blouin, Jennifer L.; Ready, Jana S. und Shackelford, Douglas A. (2011) "Dividends, Share Repurchases, and Tax Clientele: Evidence from the 2003 Reductions in Shareholder Taxes", *The Accounting Review*, 86 (3), 887–914.

Bradford, David F. (1981) "The Incidence and Allocation Effects of a Tax on Corporate Distributions", *Journal of Public Economics*, 15 (1), 1–22.

Brav, Alon; Graham, John R.; Harvey, Campbell R. und Michaely, Roni (2005) "Payout Policy in the 21st Century", *Journal of Financial Economics*, 77, 483–527.

Collins, Julie H. und Kemsley, Deen (2000) "Capital Gains and Dividend Taxes in Firm Valuation: Evidence of Triple Taxation", *Accounting Review*, 75 (4), 405–427.

Cook, Eric W. und O'Hare, John F. (1987) "Issues Relating to the Taxation of Capital Gains", *National Tax Journal*, 40, 473-488.

Dai, Zhonglan; Maydew, Edward; Shackelford, Douglas A. und Zhang, Harold H. (2008) "Capital Gains Taxes and Asset Prices: Capitalization or Lock-In?", *Journal of Finance*, 63 (2), 709-742.

Destatis (2016) "Statistik über das Steueraufkommen", unter: <http://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesellschaftStaat/OeffentlicheFinanzenSteuern/Steuern/Steuerhaushalt/Tabellen/KassenmaessigeSteuereinnahmenVorSteuerverteilung.html>, [abgerufen am 23.03.2016].

Dixit, Avinash K., Pindyck Robert S. (1994) *Investment under Uncertainty*, Univ. Press Princeton, New Jersey.

Dragota, Ingrid-Mihaela; Dragota, Victor; Tatu, Lucian und Tatu, Delia (2009) "Income Taxation Regulation and Companies Behaviour: Is the Romanian Companies Dividend Policy Influenced by the Changes in Income Taxation?", *Romanian Journal of Economic Forecasting*, 10 (1), 76-93.

Feldstein, Martin; Slemrod, Joel und Yitzhaki, Shlomo (1980) "The Effects of Taxation on the Selling of Corporate Stock and the Realization of Capital Gains", *Quarterly Journal of Economics*, 94 (4), 777-791.

Gau, George W. und Wang, Ko (1994) "The Tax-Induced Holding Periods of Real Estate Investors: Theory and Empirical Evidence", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 8 (1), 71-85.

Gordon, Myron J. (1962) "The Savings Investment and Valuation of a Corporation", *The Review of Economics and Statistics*, 44 (1), 37-51.

Gordon, Myron J. und Shapiro, Eli (1956) "Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit", *Management Science*, 3 (1), 102-110.

Gries, Thomas; Prior, Ulrich und Sureth, Caren (2012) "A Tax Paradox for Investment Decisions under Uncertainty", *Journal of Public Economic Theory*, 14 (3), 521-545.

Henry, Darren (2011) "Ownership Structure and Tax-Friendly Dividends", *Journal of Banking & Finance*, 35, 2747-2760.

Herzig, Norbert (2007) "Reform der Unternehmensbesteuerung", *Die Wirtschaftsprüfung*, 1, 7-14.

Holt, Charles C. und Shelton, John P. (1961) "The Implications of the Capital Gains Tax for Investment Decisions", *The Journal of Finance*, 16 (4), 559-580.

Homburg, Stefan (2007) "Die Abgeltungsteuer als Instrument der Unternehmensfinanzierung", *Deutsches Steuerrecht*, 45, 686-690.

Ivković, Zoran; Poterba, James und Weisbenner, Scott (2004) *Tax-motivated Trading by Individual Investors*, Band 10275 von *NBER working paper series*, National Bureau of Economic Research, Cambridge and Mass.

Jacob, Martin (2009) "Welche privaten Gewinne sollten besteuert werden?", *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 79 (5), 579-607.

— (2011) "Tax Regimes and Capital Gains Realizations", unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1825147, Dezember 18, 2011, 1-44, [abgerufen am 01.10.2012].

Jin, Li (2006) "Capital Gains Tax Overhang and Price Pressure", *The Journal of Finance*, 61 (3), 1399-1431.

Kiesewetter, Dirk und Lachmund, Andreas (2004) "Wirkungen einer Abgeltungssteuer auf Investitionsentscheidungen und Kapitalstruktur von Unternehmen", *Die Betriebswirtschaft*, 64 (4), 395-411.

Klein, Peter (1999) "The Capital Gain Lock-In Effect and Equilibrium Returns", *Journal of Public Economics*, 71 (3), 355-378.

König, Rolf und Wosnitza, Michael (2000) "Zur Problematik der Besteuerung privater Aktienkursgewinne - eine ökonomische Analyse", *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 70 (7/8), 781-801.

Lang, Mark H. und Shackelford, Douglas A. (2000) "Capitalization of Capital Gains Taxes: Evidence from Stock Price Reactions to the 1997 Rate Reduction", *Journal of Public Economics*, 76 (1), 69-85.

Marliave, Richard (2005) "The Triple Taxation of Corporate Equity Profits", *Atlantic Economic Journal*, 33 (3), 337-358.

Mehrmann, Annika; Schneider, Georg und Sureth, Caren (2012) "Asymmetric Taxation of Profits and Losses and its Influence on Investment Timing: Paradoxical Effects of Tax Increases", unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2111475, July 17, 2012, 1-39, [abgerufen am 25.01.2016].

Myers, Stewart C. (1977) "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5 (2), 147-175.

Niemann, Rainer (1999) "Neutral Taxation under Uncertainty: a Real Options Approach", *Finanz Archiv*, 56 (1), 51-66.

— (2004) "Tax Rate Uncertainty, Investment Decisions, and Tax Neutrality", *International Tax and Public Finance*, 11 (3), 265-281.

Niemann, Rainer und Sureth, Caren (2013) "Sooner or Later? - Paradoxical Investment Effects of Capital Gains Taxation Under Simultaneous Investment and Abandonment Flexibility", *European Accounting Review*, 22 (2), 367-390.

Nippel, Peter und Podlech, Nils (2011) "Die Entscheidung über den Verkauf von Wertpapieren unter der Abgeltungssteuer und auf Basis subjektiver Erwartungen", *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 81 (5), 519-549.

Panteghini, Paolo (2001) "On Corporate Tax Asymmetries and Neutrality", *German Economic Review*, 2 (3), 269-286.

Protopapadakis, Aris (1983) "Some Indirect Evidence on Effective Capital Gains Tax Rates", *Journal of Business*, 56 (2), 127-138.

Sahm, Marco (2008) "Methods of Capital Gains Taxation and the Impact on Asset Prices and Welfare", *National Tax Journal*, 61 (4 PART1), 743-768.

Schmiel, Ute (2011) "Steuerfreiheit von Gewinnen aus der Veräußerung von Kapitalgesellschaftsanteilen durch natürliche Personen?", *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 81 (10), 1053-1078.

Schneider, Georg und Sureth, Caren (2010) "Capitalized Investments with Entry and Exit Options and Paradoxical Tax Effects", *Review of Managerial Science*, 4 (2), 149-169.

Schreiber, Ulrich und Rogall, Matthias (2000) "Der Einfluss der Reform der Körperschaftsteuer auf Investitionsentscheidungen und den Wert der Gewinnrücklagen von Kapitalgesellschaften", *Die Betriebswirtschaft*, 60 (6), 721-737.

Shackelford, Douglas A. (2000) "Stock Market Reaction to Capital Gains Tax Changes: Empirical Evidence from the 1997 and 1998 Tax Acts", *Tax Policy and the Economy*, 14, 67-92.

Siegel, Theodor; Bareis, Peter; Herzig, Nobert; Schneider, Dieter; Wagner, Franz W. und Wenger, Ekkehard (2000) "Verteidigt das Anrechnungsverfahren gegen unbedachte Reformen!", *Betriebs-Berater*, 55 (25), 1269-1270.

Stiglitz, Joseph E. (1983) "Some Aspects of the Taxation of Capital Gains", *Journal of Public Economics*, 21 (2), 257-294.

Sureth, Caren (1999) *Der Einfluss von Steuern auf Investitionsentscheidungen bei Unsicherheit*, DUV.

— (2002) "Partially Irreversible Investment Decisions and Taxation under Uncertainty - a Real Option Approach", *German Economic Review*, 3 (2), 185-221.

— (2006) *Steuerreformen und Übergangsprobleme bei Beteiligungsinvestitionen*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.

— (2010) "Beteiligungsveräußerungen und Abgeltungssteuer", in: Hubertus Baumhoff; Reinhard Dütter und Stefan Köhler (Hg.), *Festschrift für Professor Dr. Norbert Krawitz: Besteuerung, Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen*, 453-482, Gabler Verl., Wiesbaden.

Sureth, Caren und Langeleh, Dirk (2007) "The Degree of Integrating Corporate and Capital Gains Tax into Income Tax and its Impact on Investment Decisions", *Schmalenbach Business Review*, 59 (4), 310-339.

Viard, Alan D. (2000) "Dynamic Asset Pricing Effects and Incidence of Realization-based Capital Gains Taxes", *Journal of Monetary Economics*, 46 (2), 465-488.

Watrin, Christoph und Benhof, Hanno (2007) "Besteuerung langfristiger privater Veräußerungsgewinne: Rechtliche Bedenken und Folgen für den Kapitalmarkt", *Der Betrieb*, 60 (5), 233-238.

Wenger, Ekkehard (2000) "Die Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen: Systemwidrigkeiten und systematische Notwendigkeiten", *Steuer und Wirtschaft*, 77 (2), 177-181.

Wiegard, Wolfgang (2007) "Abgeltungsteuer: Achilles' Ferse der Unternehmensteuerreform", *Finanz-Rundschau*, 89 (21), 1011-1014.

2 BEITRÄGE DER DISSERTATION

BESTEUERUNG VON BETEILIGUNGSGEWINNINVESTITIONEN UND RISIKOEMPFINDLICHKEIT

- WIE WIRKT DIE ABGELTUNGSSTEUER?

*Annika Hegemann**

in: arqus, Quantitative Research in Taxation, Discussion Paper No. 140,
<http://www.arkus.info>.

Abstract: Da sich bei Beteiligungsinvestitionen diejenigen Faktoren, die die Entscheidung zu investieren maßgeblich beeinflussen, - wie beispielsweise Renditen oder Steuersätze - ändern können, untersuchen wir in diesem Beitrag die Risikoempfindlichkeit des Abgeltungssteuersystems. Wir analysieren, wie empfindlich die Vorteilhaftigkeit einer Beteiligungsinvestition auf die Abgeltungssteuer reagiert, wenn sich bestimmte Umweltzustände ändern. Unter Rückgriff auf ein Dividendenwachstumsmodell konzentrieren wir uns im besonderem Maße auf die Wirkungen der Veräußerungsgewinnbesteuerung, die im Abgeltungssteuersystem durch die vollumfängliche Steuerbarkeit große Bedeutung erlangt hat. Eine Sensitivitätsanalyse dient dazu, die Robustheit der Ergebnisse für verschiedene Umweltzustände zu überprüfen. Der Frage nach dem Einfluss unsicherer Umweltzustände gehen wir im Rahmen einer Monte Carlo-Simulation der internen Rendite und der Steuersätze nach. Es zeigt sich, dass das zum Vergleich herangezogene Anrechnungsverfahren den Investitionsbarwert bei Unsicherheit stärker verzerrt als das Abgeltungssteuersystem. Die höhere Risikoempfindlichkeit besteht auch dann, wenn man neben einer Nachbildung des in Deutschland früher anwendbaren Anrechnungssystems und des aktuell gültigen Abgeltungssteuersystems, die jeweiligen Steuersätze so wählt, dass im Erwartungswert identische Steuerbelastungen für beide Systeme modelliert werden.

* University of Paderborn, Faculty of Business Administration and Economics, Warburger Str.100, 33098 Paderborn, Germany. Tel.: ++49-5251-60-3519, email: annika.hegemann@upb.de, www.upb.de/taxation.

HOLD OR SELL? HOW CAPITAL GAINS TAXATION AFFECTS HOLDING DECISIONS

Annika Hegemann, Angela Kunoth#, Kristina Rupp† and Caren Sureth-Sloane‡*

in: *Review of Managerial Science*, forthcoming.

Abstract: Investments with exit flexibility require decisions regarding both the investment and holding period. Because selling an investment often leads to taxable capital gains, which crucially depend on the duration of an investment, we investigate the impact of capital gains taxation on exit timing under different tax systems. We observed that capital gains taxation delays exit decisions but loses its decision relevance for very long holdings. Often the optimal exit time, which indicates the maximal present value of future cashflows, cannot be determined analytically. However, we identify the breakeven exit time that guarantees present values exceeding those of an immediate sale. While, after-taxes, an immediate sale is often optimal, long holding periods might also be attractive for investors depending on the degree of income and corporate tax integration. A classic corporate tax system often indicates holdings over more than 100 periods. By contrast, a shareholder relief system indicates the earliest breakeven exit time and thus the highest level of exit timing flexibility. Surprisingly, high retention rates are likely to accelerate sales under a classic corporate system. Additionally, the worst exit time, which should be avoided by investors, differs tremendously across tax systems. For an integrated tax system with full imputation, the worst time is reached earlier than under partial or non-integrated systems. These results could help to predict investors' behavior regarding changes in capital gains taxation and thus are of interest for both investors and tax policymakers. Furthermore, the results emphasize the need to control for the underlying tax system in cross-country empirical studies.

* University of Paderborn, Faculty of Business Administration and Economics, Warburger Str.100, 33098 Paderborn, Germany. Tel.: ++49-5251-60-1875, email: annika.hegemann@upb.de, www.upb.de/taxation.

University of Cologne, Mathematical Institute, Weyertal 86-90, 50931 Köln, Germany. Tel.: ++49-221-470-6080, email: kunoth@math.uni-koeln.de, www.mi.uni-koeln.de/AG-Kunoth/.

† University of Paderborn, Faculty of Business Administration and Economics, Warburger Str.100, Paderborn, Germany. Email: ruppk2@mail.uni-paderborn.de.

‡ University of Paderborn, Faculty of Business Administration and Economics, Warburger Str.100, 33098 Paderborn, Germany. Tel.: ++49-5251-60-1781, email: caren.sureth@upb.de, www.upb.de/taxation and Vienna University of Economics and Business, Vienna, Austria.

HEMMT DIE VERÄUSSERUNGSGEWINNBESTEUERUNG UNTERNEHMERISCHE FLEXIBILITÄT?

*Annika Hegemann**

in: arqus, Quantitative Research in Taxation, Discussion Paper No. 203,
<http://www.arkus.info>.

Abstract: Ob ein Unternehmen auch langfristig betrachtet erfolgreich ist, hängt maßgeblich von den organisationalen Fähigkeiten der Unternehmensführung ab. Ambidextere Unternehmen halten die Balance zwischen Investitionen in sowohl traditionelle, effiziente Geschäftsfelder als auch in neue, zukunftsweisende Geschäftsfelder. Dabei spielt nicht zuletzt der Zeitpunkt, zu dem eine Investition durchgeführt werden soll, eine entscheidende Rolle. In diesem Zusammenhang ist es für den Investor wertvoll, den Investitionszeitpunkt flexibel wählen zu können. Diese Flexibilität können sog. Hedgingunternehmen oder Venture-Capital-Gesellschaften bieten, indem sie das finanzielle Risiko in der frühen Phase eines Investitionsvorhabens – beispielsweise in der Forschungs- und Entwicklungsphase neuer Produkte – übernehmen. Je nach Entwicklung kann das abgesicherte Unternehmen entscheiden, ob es das Investitionsprojekt zurückkauft. Die Absicherung durch Hedgingunternehmen kann mit Hilfe von Realoptionen abgebildet werden. Neben der Möglichkeit, die Investitionszeitpunkte flexibel wählen zu können, beziehe ich die Besteuerung in das Kalkül des Investors ein. Ich zeige, dass eine Erhöhung des Veräußerungsgewinnsteuersatzes frühe Investitionen gegenüber später beginnenden Investitionen bevorteilen kann. Dieser unerwartete Wirkungszusammenhang erklärt sich durch das unterschiedliche Wachstum der Zahlungsströme der Investitionsalternativen. Dadurch fällt die Bemessungsgrundlage der Veräußerungsgewinnbesteuerung unterschiedlich hoch aus und ist entscheidend dafür, wie sich die Besteuerung auf die Investitionszeitpunktentscheidung auswirkt. Mit diesem Beitrag zeige ich, dass Investoren wie auch steuerpolitische Entscheidungsträger bei Investitionszeitpunktentscheidungen neben den Auswirkungen von Steuersatzänderungen immer auch die Höhe der Bemessungsgrundlage in ihr Kalkül einbeziehen müssen, um die Auswirkungen einer Veräußerungsgewinnbesteuerung auf ihre Investition beurteilen zu können.

* University of Paderborn, Faculty of Business Administration and Economics, Warburger Str.100, 33098 Paderborn, Germany. Tel.: ++49-5251-60-3519, email: annika.hegemann@upb.de, www.upb.de/taxation.