

Sebastian Eichfelder, Mona Lau

Hat die Einführung der Abgeltungsteuer Aktienkurse beeinflusst?

Empirische Ergebnisse und Implikationen für die Kapitalmarkttheorie

Der Einführungszeitpunkt der Abgeltungsteuer zum 1.1.2009 war schon lange in der Öffentlichkeit bekannt. Der Kapitalmarkttheorie folgend wäre bei vollständiger Verarbeitung der bekannten Informationen zu erwarten gewesen, dass die Marktteilnehmer die mit der Abgeltungsteuer verbundene erhöhte Steuerlast auf Aktienkursgewinne bereits vor dem Einführungszeitpunkt in den Aktienkursen antizipiert hätten. Tatsächlich kam es aber zur Jahreswende 2008/2009 zu einem sprunghaften temporären Anstieg von Aktienkursen und Handelsvolumina. Die Autoren sehen darin ein Zeichen dafür, dass Kapitalmärkte Informationen nicht in jeder Situation verarbeiten. So kann es gerade bei umfassenden Handelsaktivitäten von Privatanlegern mit beschränkten Informationen, einer Fokussierung auf wenige Handelstage und einer begrenzten Liquidität zu Herdenverhalten und erheblichen Marktschwankungen kommen.

Die ökonomische Theorie macht deutlich, dass Steuern nicht nur das Investitions- und Finanzierungsverhalten von Unternehmen beeinflussen, sondern auch Preise verzerren können. Hintergrund dieser Überlegung ist, dass Steuern mit dem Preis auf die Nachfrage überwälzt werden können, wie das etwa im Rahmen der Umsatzsteuer der Fall ist. Daraus folgt, dass höhere Steuern auf Kapitalerträge aus einer bestimmten Art von Wertpapieren (z.B. Aktien) den Wert dieser Papiere aus Anlegerperspektive mindern und daher sowohl die Nachfrage nach diesen Papieren als auch deren Preis reduzieren können.

Dieser Zusammenhang wird von zahlreichen empirischen Untersuchungen bestätigt.¹ Ein potenzieller Schwachpunkt dieser Literatur liegt darin begründet, dass die vorhandenen Studien weitgehend vollständige Informationen der Marktteilnehmer über die steuerlichen Vorschriften voraussetzen. Damit wird vernachlässigt, dass steuerliche Vorschriften komplex sind und sich Steuern nur bei hinreichender Wahrnehmung durch die Marktteilnehmer auf Handelsaktivitäten auswirken dürften. In diesem Zu-

sammenhang hat etwa der Beitrag von Chetty, Looney und Kroft² unter dem Stichwort Salienz (= Auffälligkeit) der Besteuerung für große wissenschaftliche Aufmerksamkeit gesorgt.

Dieser Beitrag erläutert Ergebnisse eines aktuellen Forschungsprojektes. Eine detaillierte Darstellung findet sich bei Eichfelder und Lau.³ Er konzentriert sich auf die Fra-

2 R. Chetty, A. Looney, K. Kroft: Saliency and taxation: Theory and evidence, in: *The American Economic Review*, Bd. 99, 2009, S. 1145-1177.

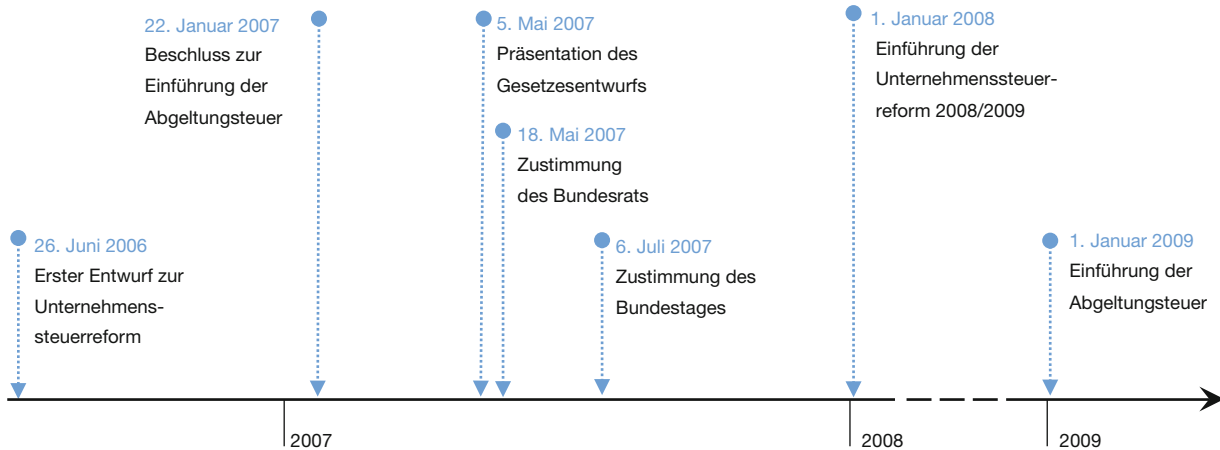
3 Vgl. S. Eichfelder, M. Lau: Capitalization of capital gains taxes: (In)attention and turn-off-the-year returns, arqus Diskussionsbeitrag, Nr. 195, Berlin 2015.

1 Vgl. etwa J. L. Blouin, L. Hail, M. H. Yetman: Capital gains taxes, pricing spreads, and arbitrage: Evidence from cross-listed firms in the U.S., in: *The Accounting Review*, Bd. 84, 2009, S. 1321-1361; Z. Dai, E. Maydew, D. Shackelford, H. Zhang: Capital gains taxes and asset prices: Capitalization or lock-in?, in: *The Journal of Finance*, Bd. 63, 2008, S. 709-742.

Prof. Dr. Sebastian Eichfelder lehrt Betriebswirtschaftliche Steuerlehre an der Otto-von-Guericke-Universität in Magdeburg.

Mona Lau, M.Sc., ist Mitarbeiterin der Ernst & Young GmbH Berlin und externe Doktorandin an der Freien Universität Berlin.

Abbildung 1
Ablauf der Unternehmenssteuerreform 2008/2009



Quelle: Eigene Darstellung.

gestellung, ob nicht allein die Ankündigung neuer steuerlicher Vorschriften, sondern auch die Fokussierung der Aufmerksamkeit der Anleger durch den Einführungszeitpunkt einer neuen steuerlichen Regelung⁴ sowie die damit in Zusammenhang stehende öffentliche Aufmerksamkeit der Medien⁵ einen erheblichen Einfluss auf die Kursentwicklung und das Handelsvolumen an Börsen ausüben können. Eine erhöhte Aufmerksamkeit vor wesentlichen Ereignissen lässt sich theoretisch durch rationales Entscheidungsverhalten unter Berücksichtigung von Informationskosten erklären⁶ und entspricht dem empirischen Befund von Hoopes, Reck und Slemrod, dass Steuerpflichtige vor steuerlich relevanten Deadlines (Einführungszeitpunkt der Steuererklärung, Ende eines Steuerjahres) in besonders starkem Ausmaß steuerlich relevante Informationen nachfragen.⁷

Die vorhandenen Ergebnisse deuten darauf hin, dass ein beträchtlicher Anteil der Anleger erst sehr spät auf die Einführung der Abgeltungsteuer reagiert hat und für diese verzögerte Reaktion einen erheblichen Aufpreis zahlen

musste. Diese Marktreaktion fiel besonders stark bei Aktien mit einer geringen Marktkapitalisierung aus. In weiteren empirischen Untersuchungen konnten wir zudem eine signifikante und positive Korrelation zwischen der öffentlichen Aufmerksamkeit für die Einführung der Abgeltungsteuer und dem Handelsvolumen am deutschen Aktienmarkt feststellen. Auch wenn sich unsere Ausführungen auf ein rein steuerliches Ereignis (Einführung der Abgeltungsteuer zur Jahreswende 2008/2009) beziehen, dürften sich die grundlegenden Überlegungen und Ergebnisse auch auf weitere marktrelevante Ereignisse an Kapitalmärkten übertragen lassen.

Einführung der Abgeltungsteuer

Die Abgeltungsteuer wurde als Bestandteil der Unternehmenssteuerreform 2008/2009 eingeführt, die insbesondere die Steuerbelastung deutscher Unternehmen senken sollte. Im Gegensatz zu den übrigen Maßnahmen des Reformpaketes wurde die Abgeltungsteuer nicht zur Jahreswende 2007/2008, sondern erst zum 1. Januar 2009 eingeführt (vgl. Abbildung 1).

Die 2009 eingeführte Abgeltungsteuer beinhaltet mehrere Maßnahmen. Diese umfassen insbesondere einen reduzierten Einkommensteuersatz von 25% (inklusive Solidaritätszuschlag 26,38%) auf Einkünfte aus Kapitalvermögen sowie eine generelle Besteuerung von Kursgewinnen aus Wertpapieren. Während die erste Maßnahme zu einer Senkung der Steuerbelastung auf Zinseinkünfte führte, folgte aus der zweiten Maßnahme eine erhebliche

- 4 Vgl. hierzu D. Ariely, K. Wertenbroch: Procrastination, deadlines, and performance: Self-control by pre-commitment, in: *Psychological Science*, Bd. 13, 2002, S. 219-224; R. Reis: Inattentive consumers, in: *Journal of Monetary Economics*, Bd. 53, 2006, S. 1761-1800.
- 5 Vgl. P. Klibanoff, O. Lamont, T. A. Wizman: Investor reaction to salient news in closed-end funds, in: *Journal of Finance*, Bd. 53, 1998, S. 673-699.
- 6 R. Reis: Inattentive consumers, in: *Journal of Monetary Economics*, Bd. 53, 2006, S. 1761 ff.
- 7 J. Hoopes, D. Reck, J. Slemrod: Taxpayer search for information: Implications for rational attention, in: *American Economic Journal – Economic Policy*, Bd. 7, S. 177 ff.

Erhöhung der Steuerbelastung auf Aktienkursgewinne, die nach der vorherigen Rechtslage bei einer Haltdauer von mindestens einem Jahr steuerfrei waren. Von der Kursgewinnbesteuerung waren ausschließlich Aktien betroffen, die nach der Einführung der Abgeltungsteuer zum 1.1.2009 erworben wurden. Damit schuf die Abgeltungsteuer einen starken steuerlichen Anreiz, Aktien noch vor dem 1.1.2009 zu erwerben.

Diese Informationen waren bereits lange vor Einführung der Abgeltungsteuer bekannt (vgl. Abbildung 1). Bei hinreichender Kenntnis der Anleger sowie einer effizienten Informationsverarbeitung durch die Kapitalmärkte hätte die Abgeltungsteuer daher als bekannte Information bereits vor ihrem Einführungszeitpunkt in die vorhandenen Aktienkurse eingepreist werden müssen.⁸ Somit sollten sich zum Zeitpunkt der Einführung der Abgeltungsteuer keine sprunghaften unvorhergesehenen Kursbewegungen feststellen lassen. Empirische Befragungen deuten allerdings darauf hin, dass im Herbst 2008 noch ein erheblicher Anteil der deutschen Privatanleger unzureichend über die Abgeltungsteuer informiert war und sich erst gegen Jahresende detailliert hiermit beschäftigen wollte. Nach Angaben der GfK⁹ gaben im Juli 2008 30% der Befragten an, über die Abgeltungsteuer gut informiert zu sein. Über zwei Drittel der Befragten gaben an, sich bis Ende des Jahres besser über die Abgeltungsteuer informieren zu wollen und 40% planten, ihr Portfolio aufgrund der Abgeltungsteuer bis zur Jahreswende anpassen zu wollen.

Dementsprechend wurde die Einführung der Abgeltungsteuer stark in den Medien diskutiert, was das Interesse der Anleger an einem Aktienerwerb vor der Jahreswende 2008/2009 zusätzlich gesteigert haben dürfte. Allein im Dezember 2008 wurde in 122 von uns erfassten Zeitungsartikeln auf die Abgeltungsteuer hingewiesen und in aller Regel ein Kauf von Aktien vor dem 1.1.2009 empfohlen.¹⁰ Selbst in der Tagesschau wurde am 30. Dezember 2008 auf die Einführung der Abgeltungsteuer aufmerksam gemacht.

Empirische Ergebnisse

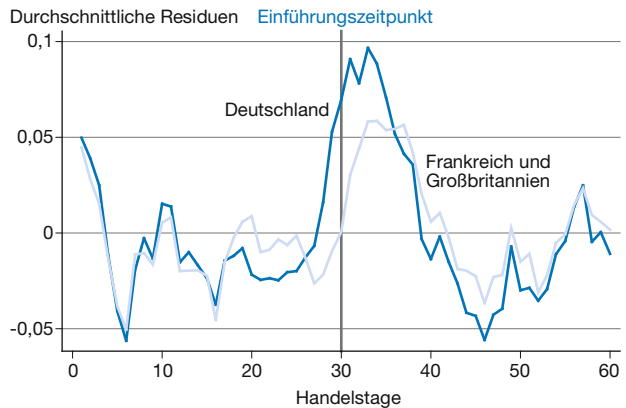
Aufgrund der erläuterten Hintergründe wurde empirisch untersucht, ob sich zur Jahreswende 2008/2009 unge-

8 Dies entspricht zumindest der gängigen Interpretation der Markteffizienzhypothese; vgl. hierzu bereits E. F. Fama: Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, in: Journal of finance, Bd. 25, 1970, S. 673-699.

9 Gesellschaft für Konsumforschung GfK: Abgeltungsteuer: Eine Untersuchung der GfK Marktforschung, Nürnberg 2008.

10 Vgl. S. Eichfelder, M. Lau, a.a.O., S. 38.

Abbildung 2
Bereinigte Aktienkurse 2008/2009



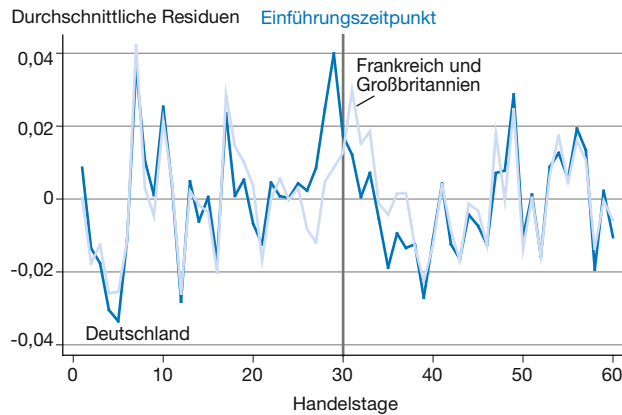
Quelle: Eigene Darstellung.

wöhnliche Handels- und Kursbewegungen feststellen lassen. Als Datenmaterial wurde auf am deutschen Kapitalmarkt gehandelte Aktien der Datenbank Datastream zurückgegriffen, wobei als Kontrollgruppe die Gesamtbetrachtung des französischen und des britischen Aktienmarkts sowie als Vergleichszeiträume die Jahreswende 2007/2008 und die Jahreswende 2009/2010 verwendet wurden. Mit diesen Daten wurde eine lineare Regression unter Berücksichtigung von Vergleichsgruppen und -zeiträumen durchgeführt (Dreifach-Differenzen-Schätzung).¹¹

Eine grafische Darstellung abnormaler Kursbewegungen zur Jahreswende 2008/2009 findet sich in Abbildung 2. In dieser Grafik wurden „normale“ Kursbewegungen für die Treatmentgruppe und die Kontrollgruppe bereits mit Hilfe von Kontrollvariablen (unter anderem Earnings before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations EBITDA, Marktkapitalisierung, stock fixed effects) bereinigt, wobei auf eine Dreifach-Differenzen-Schätzung verzichtet wird. Es zeigt sich, dass die bereinigten Aktienkurse zwischen der Untersuchungsgruppe und der Kontrollgruppe annähernd parallel verlaufen. Dies spricht dafür, dass die Kontrollgruppe gut für Vergleichszwecke geeignet ist. Eine signifikante Abweichung ergibt sich allerdings in den letzten Handelstagen des Jahres 2008. Demnach steigen die deutschen Aktien zunächst stark über das Niveau der Kontrollgruppe (maximale Abweichung von ca. 10,6% am letzten Handelstag nach unseren Schätzergebnissen), um dann nach der Jahreswende wieder auf deren Niveau zurückzufallen.

11 Eine detaillierte Darstellung der Regressionsergebnisse findet sich bei S. Eichfelder, M. Lau, a.a.O., S. 15 ff.

Abbildung 3
Abnormale durchschnittliche Tagesrenditen
2008/2009

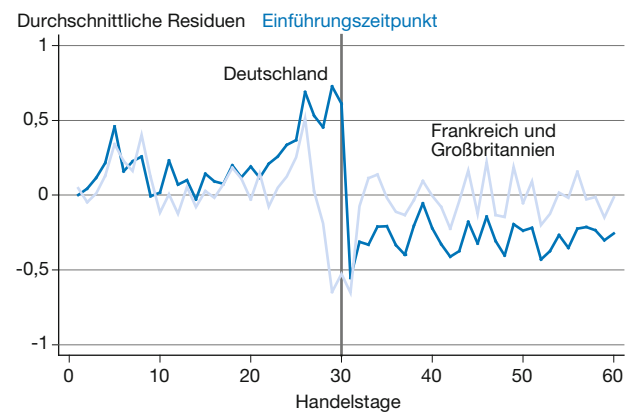


Quelle: Eigene Darstellung.

Ein entsprechendes Resultat gibt es auch für die Tagesrenditen (= tägliche Kursveränderungen von Aktien) zur Jahreswende 2008/2009. Während die um die Kontrollvariablen bereinigten durchschnittlichen deutschen Tagesrenditen über den kompletten Zeitablauf annähernd identisch zur Kontrollgruppe sind, lässt sich in der letzten Handelswoche 2008 ein unerwartet starker Anstieg feststellen. In der ersten Handelswoche 2009 liegen die deutschen Tagesrenditen demgegenüber deutlich unter denjenigen der Kontrollgruppe. Auch dies verdeutlicht den erheblichen temporären Preisanstieg bei deutschen Aktien am Ende des Jahres 2008 und den Rückfall auf das Preisniveau der Kontrollgruppe zu Beginn des Jahres 2009 (vgl. Abbildung 3).

Inwieweit dieser Preisanstieg durch eine Zunahme des Handelsvolumens Ende 2008 getrieben wurde, verdeutlicht die Abbildung 4, in der durchschnittliche, um die Kontrollvariablen bereinigte Handelsvolumina dargestellt sind. Auch hier zeigt sich zunächst eine parallele Entwicklung von Treatment-Gruppe und Kontrollgruppe. Allerdings lässt sich in der letzten Handelswoche 2008 ein starker Zuwachs des Handelsvolumens für deutsche Aktien feststellen, der in der Kontrollgruppe nicht zu beobachten ist. Im Verhältnis zur Kontrollgruppe war das deutsche Handelsvolumen an den letzten beiden Handelstagen des Jahres 2008 um etwa 152% überhöht. Im Folgezeitraum lässt sich demgegenüber ein konstant niedrigeres Handelsvolumen bei deutschen Aktien beobachten. Dies dürfte dadurch bedingt sein, dass Handelsaktivitäten vorverlagert wurden, um von der bis zur

Abbildung 4
Abnormale durchschnittliche Handelsvolumina
2008/2009



Quelle: Eigene Darstellung.

Jahreswende 2008/2009 bestehenden Steuerfreiheit auf langfristige Spekulationsgewinne zu profitieren.

Auf Basis der vorliegenden Untersuchungen wurde eine umfassende Zahl weiterer empirischer Tests durchgeführt, die die Robustheit der vorgelegten Ergebnisse eindeutig bestätigen. Dabei ergeben sich auch eine Reihe weiterführender Ergebnisse:¹²

1. Regressionsmodelle machen mit Hilfe von zusätzlichen Interaktionstermen deutlich, dass Aktien mit einer geringen Marktkapitalisierung sowie Aktien mit einem Wertverlust im vorhergehenden Jahr besonders stark auf die Einführung der Abgeltungsteuer reagiert haben. Dies lässt den Schluss zu, dass eine geringfügige Liquidität den Effekt der Einführung der Abgeltungsteuer auf Aktienkurse verstärkt hat. Vermutlich ist dies darauf zurückzuführen, dass sich ein Nachfrageschock bei einer begrenzten Liquidität des Angebots stärker auf den Preis auswirkt.
2. Untersuchungen zu Handelsvolumina von DAX-30-Unternehmen des Jahres 2008 machen deutlich, dass während des gesamten Jahres eine signifikante und positive Korrelation zwischen der öffentlichen Aufmerksamkeit für die Einführung der Abgeltungsteuer (gemessen anhand von Beiträgen in der Tagespresse sowie anhand von Google-Abfragen) und dem gehan-

¹² Vgl. hierzu die Angaben in den Tabellen 6 bis 10 sowie im Anhang bei S. Eichfelder, M. Lau, a.a.O.

delten Volumen besteht. Berichte über die Abgeltungsteuer scheinen also generell zu einer Zunahme von Handelsaktivitäten geführt zu haben.

3. Weitere Untersuchungen zu den DAX-30-Unternehmen liefern zudem Belege für eine Abnahme des relativen Transaktionsvolumens (= Zahl der gehandelten Aktien pro ausgeübter Markttransaktion) zur Jahreswende 2008/2009. Geht man davon aus, dass Privatanleger pro Transaktion weniger Aktien handeln als institutionelle Anleger, dann stützt dieses Ergebnis unsere Annahme, dass sich der in den Abbildungen 2 bis 4 dokumentierte Effekt auf Handelsaktivitäten von Privatanlegern zurückführen lässt. Nach Angaben des Deutschen Aktieninstituts (DAI) machen indirekte und direkte Beteiligungen deutscher Privatanleger im Jahr 2008 ca. 15,6% des deutschen Aktienbestands aus (Deutsches Aktieninstitut 2014).

Interpretation und Implikationen

Unsere Ergebnisse sprechen dafür, dass die Einführung der Abgeltungsteuer zur Jahreswende 2008/2009 zu einem temporären Anstieg der Aktienkurse von bis zu 10,6% am letzten Handelstag 2008 sowie einem sprunghaften Anstieg des Handelsvolumens von etwa 152% an den letzten beiden Handelstagen des Jahres 2008 geführt hat. Diese Ergebnisse erscheinen überraschend, wenn von einer vollständigen Information der Kapitalanleger über die Abgeltungsteuer (deren Einführungszeitpunkt und Regelungen bereits hinlänglich bekannt waren) sowie einer effizienten Informationsverarbeitung an Kapitalmärkten ausgegangen wird.

Allerdings zeigen Befragungsergebnisse, dass eine erhebliche Zahl potenzieller Anleger Ende 2008 tatsächlich noch unzureichend über die Abgeltungsteuer informiert war. In Verbindung mit einer umfassenden Debatte dieses Themas in Tages- und Fachzeitschriften Ende 2008 sowie einer Fokussierung der Aufmerksamkeit der Privatanleger durch den Einführungszeitpunkt (Deadline-Effekt), bie-

tet dies einen Erklärungsansatz, weshalb es – trotz der bereits frühzeitig vorliegenden Informationen über diese Steuer – im Zuge ihrer Einführung zu erheblichen Marktreaktionen kommen konnte. Die Anleger verzögerten somit zunächst die Anpassung ihres Portfolios bis zu einem Zeitpunkt (= Einführungszeitpunkt der Abgeltungsteuer), zu dem diese Entscheidung als dringend erachtet wurde.¹³

Die geballte Anpassung von Portfolios durch eine Vielzahl von Anlegern (Herdenverhalten) führte zu einer sprunghaften Zunahme der Handelsvolumina und Kurswerte. Im Falle der Abgeltungsteuer haben die Anleger für dieses Verhalten nach unseren Berechnungen einen erheblichen Aufpreis von bis zu 10,6% im Verhältnis zur Kontrollgruppe gezahlt. Von diesem – im Vergleich zu einem frühzeitigeren Erwerb der Aktien suboptimalen – Verhalten könnten gut informierte institutionelle Anleger profitiert haben, die von der Einführung der nur für Privatanleger relevanten Abgeltungsteuer nicht betroffen waren und somit den starken Kursanstieg im Dezember 2008 zur Erzielung von Handelsgewinnen nutzen konnten.

Aus den vorhandenen Ergebnissen lassen sich interessante Implikationen für die Kapitalmarkttheorie ableiten. Es wird deutlich, dass Kapitalmärkte nicht in jeder Situation Informationen effizient verarbeiten dürften. Dies scheint etwa dann zu gelten, wenn relativ uninformierte Anleger durch ein ungewöhnliches Ereignis (Abgeltungsteuer) in ihren Anlageentscheidungen beeinflusst werden. Ein ähnliches Herdenverhalten dürfte auch in anderen Fallkonstellationen zu beobachten sein. Allerdings sind die von uns beobachteten Preiseffekte der Einführung der deutschen Abgeltungsteuer kurzfristiger Natur. Bereits einige Tage nach der Jahreswende 2008/2009 hatten sich die Preise des deutschen Aktienmarktes nach unseren Berechnungen wieder an den Preisverlauf der Kontrollmärkte angeglichen.

¹³ Diese Interpretation entspricht den empirischen Ergebnissen von J. Hoopes, D. Reck, J. Slemrod: Taxpayer search for information: Implications for rational attention, in: American Economic Journal – Economic Policy, Bd. 7, 2015, S. 177 ff.

Title: *Did the Implementation of the Flat Withholding Tax Have a Bearing on the Prices of Shares?*

Abstract: *This paper discusses findings of a current research project whose results indicate that the implementation of the German flat withholding tax on capital gains at the turn of the year 2008-09 led to a temporary but significant increase in trading volumes and share prices on the German stock market. As this capital gains tax reform had already been announced in 2007, corresponding market reactions imply a delayed dissemination of tax information. Hence, our results raise some doubt regarding the information-processing capacity of stock markets. This holds true especially in the following circumstances: 1) extensive trading activities of individual investors with limited information access and attention; 2) a strong focus by a large group of individual investors to a limited number of trading days (herd behaviour); and 3) limited liquidity in the market (e.g. stocks with a small market capitalisation).*

JEL Classification: G02, G12, H24