

# **Kapitalrückführungspolitik kotierter Schweizer Unternehmen vor und nach der Unternehmenssteuerreform II**

Bachelorarbeit

Institut für Banking und Finance der Universität Zürich

Prof. Dr. Kjell G. Nyborg

in Zusammenarbeit mit PwC

Dr. Marcel Widrig

## **Executive Summary**

Die vom Volk im Jahr 2008 sehr knapp angenommene Unternehmenssteuerreform 2 brachte viele Gesetzesänderungen mit sich. Darunter befanden sich einige, welche der steuerlichen Entlastung engagierter Investoren dienen. Das Kapitaleinlageprinzip ersetzte das Nennwertprinzip bei Ausschüttungen an Privatanleger und gab den Firmen so eine neue Quelle für Dividenden und Kapitalrückführungen. Eine Unternehmensführung verfolgt mit ihrer Dividendenpolitik ganz bestimmte Ziele. Die einen Firmen zielen dabei auf Preisaufwertungen ihrer Aktien ab, andere schütten den Aktionären Gelder direkt aus. Diese Reform bietet eine gute Möglichkeit, relevante Faktoren bei der Wahl der Dividenden- und Rückführungspolitik grosser Firmen zu untersuchen. Durch das Sammeln und Auswerten von Finanzausgaben aus den diversen Publikationen der grössten Schweizer Unternehmen werden in dieser Arbeit Aussagen über den Entscheidungsprozess bei der Dividendenpolitik getroffen. Untersucht wird ein angemessener Zeitraum, welcher die Einführung der Reform gleichermassen umschliesst. Im ersten Teil wird auf die Theorie und die Forschung bezüglich der Kapitalrückführung von Unternehmen eingegangen. Danach werden die Methoden der Kapitalrückführung, wie sie vor der Reform Anwendung fanden aufgezeigt. Die wichtigsten Änderungen und Neuerungen, welche die Reform mit sich brachte werden im Anschluss behandelt und erklärt. Die im Zuge der Arbeit zusammengetragenen Daten werden anhand von aussagekräftigen Statistiken und Graphen analysiert und beschrieben, bevor abschliessend die dadurch gewonnenen Erkenntnisse präsentiert werden.

Die Unternehmenssteuerreform 2 vereinte in sich diverse Massnahmen, welche die Rechtsform- und Finanzierungsneutralität sowie ganz im Allgemeinen den Wirtschaftsplatz Schweiz stärkten. Unter ihnen befand sich das Kapitaleinlageprinzip. Dieses ersetzt das Nennwertprinzip, bei welchem lediglich die Rückführung von Nennwerten steuerfrei an den Aktionär gelangen konnte. Mit dem neuen Kapitaleinlageprinzip wird diese steuerfreie Behandlung auch auf Einlagen, Aufgelder und Zuschüsse, welche von den Anteilshaber direkt geleistet wurden erweitert. Dies behob einen Missstand im Steuersystem, nach dem bereits versteuertes Geld, welches von Investoren in eine Gesellschaft investiert worden war, bei der Rückzahlung erneut

besteuert wurde. Vor allem bei Folgeaktionären, welche den Verkehrswert für die Aktie bezahlten, konnte es wirtschaftlich nicht gerechtfertigt werden, dass sie auch die latente Steuerlast auf den käuflich erworbenen Kapitalzuschüssen übernehmen sollten. Ziel dieser Arbeit ist es, die Reaktion der grössten Schweizer Firmen auf diese Reform und ihre Neuerungen bezüglich ihrer Kapitalrückführungspolitik zu untersuchen.

Dazu wurden, unter anderen, Finanzkennzahlen wie die ausbezahlten Dividenden, die Herkunft dieser Dividenden sowie der Bestand an Kapitaleinlagereserven zusammengetragen. Diese Daten stammen hauptsächlich aus den jährlich herausgegebenen Jahresberichten sowie den Protokollen der Generalversammlungen der untersuchten Unternehmen. Als Betrachtungszeitraum wurde ein Intervall von jeweils fünf Jahren vor bzw. nach der Einführung des Kapitaleinlageprinzips gewählt. Dies entspricht den Jahren 2006 bis und mit 2016. Die Daten wurden anschliessend, nach Währungsumrechnungen sowie weiteren Adjustierungen in aussagekräftige Statistiken verarbeitet. Mithilfe dieser wurden später Schlussfolgerungen über die Fragestellung getroffen.

Im ersten Teil der Arbeit wird ein grundlegendes Verständnis der Kapitalrückführung vermittelt und die zum Thema relevante Literatur und Forschung vorgestellt. Darunter fallen diverse Theorien wie die Irrelevanztheorie von Miller und Modigliani, die Bird-in-the-Hand Theorie sowie die Signalling Theorie. Weiter wurden bereits vollzogene Steuerreformen im Bereich von Dividendenbesteuerung in den USA herangezogen, um erste Erwartungen bezüglich möglichen Ergebnissen der Auswertung der Schweizer Reform zu bilden. Diese Ausführungen lassen sich im Kapitel (1) finden.

Die Kapitalrückführungspolitik vor der Unternehmenssteuerreform 2 ist Thema des Kapitels (2). Es werden die genutzten Methoden in Form von Aktienrückkaufprogrammen, Nennwertrückzahlungen sowie die Ausgabe von Put-Optionen behandelt. Ein besonderes Augenmerk wird dabei auf die steuerliche Behandlung dieser Instrumente geworfen. Die Entwicklung und Verwendung dieser Methoden vor und nach der Einführung des Kapitaleinlageprinzips wird genauer im Kapitel (4) thematisiert, welches sich mit der Auswertung der Daten beschäftigt.

Die wichtigsten Änderungen und Neuerungen der Unternehmenssteuerreform 2 werden im Kapitel (3) behandelt. Die Reform stärkte neben den kleinen und mittelgrossen Unternehmen (KMU) vor allem auch den engagierten Investor. Die Milderung der Doppelbelastung bei der Dividendenzahlung war eine der grossen steuerlichen Erleichterungen, welche die Reform mit sich brachte. Dividendenerträge werden neu ab gewissen Beteiligungsverhältnissen beim Anteilinhaber nicht mehr voll besteuert. Auch bei Beteiligungen der juristischen Personen gab

es durch die Ausweitung des Beteiligungsabzuges Erleichterungen. Weiter können Kantone neu die Gewinnsteuer an die Kapitalsteuer anrechnen. Dadurch können sie auf das Erheben der Kapitalsteuer verzichten, wenn die Firma Gewinnsteuern entrichtet. Das Hauptthema dieser Arbeit, das Kapitaleinlageprinzip ersetzte bei Privatanlegern das Nennwertprinzip und ermöglicht neu die steuerfreie Auszahlungen von Einlagen, Aufgeldern und Zuschüssen. Weiter gab es Entlastungen bei Liquidationsgewinnen, eine Ausweitung der Ersatzbeschaffung im Zusammenhang mit dem Aufschieben von stillen Reserven sowie weitere Änderungen bei der Nachfolgeregelung.

Die Auswertung der zusammengetragenen Firmendaten rund um die Kapitalrückführung während des untersuchten Zeitraumes ist Thema von Kapitel (4). Nach der Beschreibung der Datenherkunft werden die Kapitalreserven der Unternehmen aufgezeigt. Nicht alle Firmen hatten bei der Einführung des Kapitaleinlageprinzip Agio-Reserven in der Handelsbilanz ausgewiesen und diese bei der eidgenössischen Steuerverwaltung gemeldet. Das grösste Reservevorkommen bestand und besteht noch heute in der Banken- und Versicherungsbranche. Über die Jahre gingen schliesslich immer mehr Firmen die Kapitaleinlagereserven zur Neige und sie mussten für die Ausschüttung wieder auf andere Quellen zurückgreifen. Der erste Anhaltspunkt bei der Untersuchung der Dividendenentwicklung ist deren Gesamtvolumen sowie dessen Veränderung über die Jahre hinweg. Das Dividendenvolumen hat, mit Ausnahme des Anfangsjahres der Finanzkrise und des Jahres 2012 stetig zugenommen. Die Firmen betrieben Dividend Smoothing und verhielten sich gemäss der Signalling Theorie. Sie versuchten also, die Dividenden nicht zu senken. Lediglich in der Krise sind grossflächig Dividendenkürzungen aufgetreten. Weiter wird die Art der Ausschüttungen ab 2011 untersucht. Es wurde festgestellt, dass alle Firmen welche die Möglichkeit dazu hatten, ihre Dividenden steuerfrei aus Agio-Reserven ausschütteten. Die Analyse der Zusammenstellung der Dividenden zeigte, wie viel der kumulierten Dividenden aller Firmen aus welcher Quelle stammten. Dabei wird die Tatsache ersichtlich, dass die grössten Schweizer Dividendenzahler über keinerlei Kapitaleinlagereserven verfügten. Namentlich sind dies Nestlé, Hoffmann-La Roche und Novartis. Nachfolgend werden Dividendenrenditen in verschiedenen Szenarien mit bzw. ohne Kapitaleinlageprinzip berechnet. Es werden dabei unter Einbezug des Kapitaleinlageprinzips nicht unwesentlich höhere Renditen nach Steuern für den Privatanleger berechnet. Anschliessend wird der Fokus auf die zukünftige Entwicklung der Dividenden gelegt. Es wird untersucht, wie lange die Kapitaleinlagereserven noch für Dividendenzahlungen hergenommen werden können. Hierbei wird für das Unternehmen LafargeHolcim der Höchstwert von 21.8 weiteren Dividenden-

auszahlungen komplett aus Agio-Reserven ermittelt. Auch weiteren Unternehmen, vor allem jenen aus der Banken- und Versicherungsbranche stehen weitere steuerfreie Ausschüttungen in den kommenden Jahren zur Verfügung. Abschliessend werden Aktienrückkaufprogramme und Nennwertrückzahlungen als Formen der Kapitalrückführung während des untersuchten Zeitraumes betrachtet. Aktienrückkaufprogramme liefen vor wie auch nach der Reform parallel zu den Dividendenausschüttungen, da sie auch eine nicht deckungsgleiche Rolle zu erfüllen haben. Nennwertreduktionen hingegen wurden komplett durch die neue Ausschüttungsquelle aus Kapitaleinlagereserven abgelöst und fanden erst nach deren Aufbrauchen wieder Verwendung.

Die Arbeit wird durch das Zusammenfassen der Erkenntnisse im Kapitel (5) abgerundet. Dabei wird ein Überblick über das Firmenverhalten bei der Dividendenausschüttung vor und nach der Einführung des Kapitaleinlageprinzips gegeben. Firmen erhöhten ihre Dividendenausschüttungen nicht in ungewöhnlichen Ausmassen, sondern zahlten sie nach Möglichkeiten ausnahmslos steuerfrei aus. Dies taten sie solange die dazu qualifizierenden Reserven reichten. Am Ende des betrachteten Zeitraumes blieb noch ein Grossteil der anfänglich ausgewiesenen Kapitaleinlagereserven übrig. Im Vergleich zur Anfangssituation waren diese aber hauptsächlich in der Banken- und Versicherungsbranche anzutreffen. Die Privatanleger in dieser Branche können sich demzufolge noch auf viele Jahre mit steuerfreien Dividendenausschüttungen einstellen.