

c. Fink • E. Theissen

Dividend Taxation and DAX Futures Prices

CFR Working Paper 14-08

In einer Welt ohne Steuern und andere Friktionen sollte der Preis eines Futures-Kontrakts auf einen Performance-Index wie den DAX einfach der aufgezinste Wert des Index sein. Tatsächlich ist jedoch bekannt, dass der Futures Preis systematisch niedriger ist als es dieser sogenannten Cost-of-Carry-Beziehung entspräche. Es wurden verschiedene Ansätze entwickelt, um dieses Phänomen zu erklären. Einer dieser Ansätze ist die Dividendenbesteuerung. Bei der Berechnung des DAX werden Annahmen über die Besteuerung von Dividendenzahlungen gemacht. Wenn die tatsächliche Steuerlast des marginalen Investors nicht diesen Annahmen entspricht, kann es zu Abweichungen des Futures-Preises von seinem theoretischen Wert gemäß der Cost-of-Carry-Relation kommen. Dieser Zusammenhang ist schon länger bekannt und verschiedene Autoren haben Modelle zur Preisbildung auf Futures-Märkten entwickelt, die diese steuerlichen Effekte berücksichtigen.

Der vorliegende Beitrag untersucht die beschriebenen Zusammenhänge empirisch. Er macht sich dabei die Tatsache zunutze, dass es durch die Einführung des Halbeinkünfteverfahrens und später der Abgeltungssteuer zu zwei Steuerreformen kam, die Einfluss auf die Preisbildung des DAX-Futures haben sollten. Zunächst wird gezeigt, dass es insbesondere zu Zeiten des Vollarrechnungsverfahrens zu erheblichen Abweichungen des Futures-Preises von seinem theoretischen Wert gemäß der Cost-of-Carry-Beziehung kommen sollte. Diese Abweichungen sollten ausgeprägter sein (a) in Jahren mit höheren Dividendenrenditen der DAX-Werte und (b) immer dann, wenn die Restlaufzeit des Futures das zweite Quartal einschließt, in dem die meisten Unternehmen ihre Dividenden zahlen.

Mit einem Datensatz, der die Jahre 1992 bis 2011 umfasst, werden diese Hypothesen empirisch untersucht. Dabei zeigt sich, dass die steuerlichen Effekte zwar die Höhe der Abweichungen der Futures-Preise von ihrem theoretischen Wert nicht erklären können, dass sich aber dennoch Muster im Zeitablauf finden lassen, die mit den aufgestellten Hypothesen vereinbar sind. Insbesondere sind die Futures-Preise tatsächlich in Jahren mit höheren Dividendenrenditen systematisch niedriger. Außerdem nehmen die Abweichungen der Futures-Preise von ihren theoretischen Werten während des zweiten Quartals, in dem der Großteil der Dividenden gezahlt wird, mit jeder Dividendenzahlung eines DAX-Wertes ab.