

Baryon



Liebe Leserinnen und Leser

Das Unerwartete ist eingetreten. Grossbritannien hat am 23. Juni 2016 abgestimmt und am anderen Morgen augenreißend zur Kenntnis genommen, dass es bald nicht mehr Teil der EU sein wird. Die Finanzmärkte haben schlagartig Konklusionen gezogen, Kommentatoren haben sich mit Ausblicken profiliert und trotz allem wird mit grosser Wahrscheinlichkeit alles anders kommen als Prophezeit. Der operativen Hektik gehorchend, lassen wir uns jagen und erkennen nicht, dass wir gerade mit dieser Hektik nicht ans Ziel gelangen, sondern uns ins Bockshorn jagen lassen. Ein kühler Kopf und eine korrekte Analyse sind an dieser Stelle gefragt. Darum haben am Tag nach dem Referendum die kühlen Köpfe und langfristigen Investoren an den Finanzmärkten beherzt zugegriffen!

David Cameron hat im vergangenen Jahr für seine Wiederwahl als Premierminister hoch gepokert und den Wählern das Referendum über den Verbleib in der EU versprochen. Die erste Karte wurde gut gespielt, er hat die Wahlen gewonnen. Dies war vermutlich gut für sein Selbstverständnis. Im zweiten Spielzug, bei der Aufnahme der Verhandlungen mit der EU, musste er jedoch erkennen, dass seine Verhandlungspartner wohl vieles anders sehen. Das Verhandlungsergebnis war demzufolge eher dürftig. Seine dritte Karte spielte er im Abstimmungskampf, den er versuchte mit Angstmacherei zu gewinnen, anstatt auf konstruktive Argumente zu setzen. Nun, das Ergebnis ist bekannt, er hat sich verzockt! Die Schlacht hat er gewonnen, den Krieg verloren und damit die Einheit von Grossbritannien aufs Spiel gesetzt. Ein hoher Wetteinsatz, mit dem er um seiner selbst willen sein Land entzweit hat. Sein Rücktritt ist die Konsequenz eines riskanten Spiels. Wenn wir etwas gestalten wollen, brauchen wir den Willen, Veränderungen zu akzeptieren. Eine knappe Mehrheit der Briten hat sich entschieden, die Herausforderung der Veränderung anzunehmen und einen anderen, allenfalls neuen Weg zu gehen. Ein mutiger Entscheid über dessen Ausgang wir heute nur das Orakel befragen können. Es besteht aber die Chance, dass die Briten ihren neu gewonnenen Spielraum geschickt nutzen werden.

Es gibt aber noch die andere Seite der Medaille. Verschiedene Vertreter der EU haben bereits verlauten lassen, out is out oder es wird für die Briten keine Rückkehr geben. Hier hat man den Weckruf offenbar immer noch nicht verstanden. Die EU muss sich reformieren. Die EU muss wieder von der Bevölkerung in Europa getragen werden, was nichts anderes bedeutet, als dass die notwendigen Instanzen es endlich zulassen müssen, dass innerhalb der EU mehr Demokratie herrscht. Das Erfolgsmodell, das vor den Toren der EU standhaft seinen eigenen Weg geht, liesse sich kopieren. Mehr Föderalismus, weniger Zentralismus. Mehr Eigenverantwortung und Freiheit und weniger Regulatorien, nur so lässt sich das reformbedürftige Modell EU retten.

Martin Wipfli

Geschäftsführender Partner der Baryon AG

INHALT

- Editorial
 - Tiefe Zinsen – ein Bumerang bei der Vermögenssteuer
 - Die Anlagestrategie im 3. Quartal 2016
-

TIEFE ZINSEN – EIN BUMERANG BEI DER VERMÖGENSSTEUER

Walter Jakob, Partner

Das tiefe Zinsniveau kann bei Aktionären, die Aktien von nicht kotierten Unternehmen halten, unter Umständen erheblichen Ärger wegen einer unerwartet höheren Vermögenssteuerbelastung verursachen. Was ist die Ursache für diese weitestgehend unbekannteste Steuerfalle? Es ist die in der Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer definierte Grenzrendite, die für die Berechnung einer angemessenen Dividende zu berücksichtigen ist. Liegt eine die Grenzrendite übersteigende angemessene Dividendenrendite vor, so kann der Pauschalabzug von 30 Prozent auf dem Vermögenssteuerwert der Aktie nicht mehr geltend gemacht werden.

In unserem Newsletter vom April 2015 haben wir uns mit der steuerlichen Behandlung von Negativzinsen befasst. Die Verwaltungspraxis ist erfreulicherweise unserem Vorschlag gefolgt, dass Negativzinsen, die auf Einlagen bei Banken und Sparkassen anfallen und steuerlich dem Privatvermögen zuzuordnen sind, beim Steuerpflichtigen abzugsfähige Vermögensverwaltungskosten darstellen (siehe *Medienmitteilung des Steueramtes des Kantons Zürich vom 5.11.2015*). Im vorliegenden Newsletter befassen wir uns mit der Frage, wie sich das gegenwärtige tiefe Zinsniveau bzw. die Negativzinsen auf die Vermögenssteuerbelastung eines Aktionärs auswirken, der Aktien von nicht kotierten Gesellschaften in seinem Portfolio hält.

Stellen Sie sich folgendes Szenario vor:

Sie halten eine Beteiligung von bis und mit 50 Prozent des Gesellschaftskapitals einer Aktiengesellschaft oder GmbH, deren Aktien bzw. Anteile nicht an der Börse kotiert sind. Der von der Steuerbehörde ermittelte Vermögenssteuerwert für die Jahre 2014 und 2015 belief sich auf CHF 1'000 pro Aktie. Die Gesellschaft schüttete in diesen Jahren jeweils pro Aktie eine Dividende von CHF 12,50 aus, was eine Dividendenrendite von 1.25 Prozent ergibt. Gemessen an der von der Steuerbehörde definierten Grenzrendite von 1.50 Prozent für das Jahr 2014 und von 1.00 Prozent für das Jahr 2015 (siehe *nebenstehende Tabelle*) bedeutet dies, dass Sie als Steuerpflichtiger für das Jahr 2014 den Pauschalabzug von 30 Prozent auf dem Vermögenssteuerwert der Aktie von CHF 1'000 geltend machen

konnten, d.h. einen Netto-Vermögenssteuerwert von CHF 700 versteuerten. Während für das Jahr 2015 der Pauschalabzug nicht mehr gewährt wurde, weil die Dividendenrendite von 1.25 Prozent über der massgeblichen Grenzrendite von 1 Prozent zu liegen kam. Bemessungsbasis im Jahr 2015 bildete somit der Brutto-Steuerwert von CHF 1'000. In Franken ausgedrückt macht diese Bewertungsdifferenz bei einem Steuerpflichtigen mit Steuerdomizil in der Stadt Zürich für das Jahr 2015 eine höhere Vermögenssteuer von CHF 1,98 pro Aktie aus (Basis: maximale Vermögenssteuerbelastung). Mit anderen Worten hatte der Steuerpflichtige im Jahr 2015 bei einer unveränderten Dividende von CHF 12,50 pro Aktie für jede Aktie, neben der Einkommenssteuer, zusätzlich noch knapp CHF 2 an höheren Vermögenssteuern an die Staatskasse zu bezahlen.

Einseitig fiskalisch ausgerichtete Bewertungsgrundsätze

Grundlage für die Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer bilden das von der Schweizerischen Steuerkonferenz (SSK) publizierte Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008 und die jährlich zu diesem Kreisschreiben publizierten Kommentare. Gemäss den Ziffern 61 und 62 dieses Kreisschreibens kann ein Aktionär für alle Beteiligungen bis und mit 50 Prozent des Gesellschaftskapitals einen Pauschalabzug für vermögensrechtliche Beschränkungen von 30 Prozent vom Vermögenssteuerwert geltend machen. Erhält der Steuerpflichtige indessen eine angemessene Dividende, so wird der Pauschal-

abzug nicht gewährt. Gemäss Ziffer 63 Abs. 2 ist eine Dividende dann angemessen, «wenn die im Verhältnis zum Verkehrswert errechnete Rendite mindestens dem um 1 Prozent-Punkt erhöhten, auf 1/10 Prozent aufgerundeten, durchschnittlichen auf Quartalsbasis berechneten (ungerundeten) 5-Jahres-Swapsatz (...) entspricht». Für die Be-

rechnung der Rendite wird auf den Durchschnitt der im Kalenderjahr und im Vorjahr bezahlten Dividenden abgestellt.

Die Berechnung der angemessenen Rendite bzw. die Herleitung der Grenzrendite wird gemäss Praxis wie folgt vorgenommen (*Kommentar SSK 2015, Seite 76*):

Bewertungsjahr	2011	2012	2013	2014	2015
Swapsatz ungerundet	1.31 %	0.42 %	0.56 %	0.44 %	- 0.23 %
Gerundet auf 1/10 %	1.40 %	0.50 %	0.60 %	0.50 %	- 0.20 %
Erhöhung	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %	1.00 %
Grenzrendite	2.40 %	1.50 %	1.60 %	1.50 %	1.00 %

Aufschlussreich sind die zusätzlichen Kommentare der SSK zur angemessenen Dividende bei krisenbedingtem Swapsatz: «Der Einwand, die Grenzrendite liege wegen des krisenbedingten bescheidenen Swapsatzes tief, sticht nicht. Es ist nicht erheblich, wie die Swapsätze zustande gekommen sind; entscheidend ist einzig deren tatsächliche Höhe. Die Rendite erweist sich dann als angemessen, wenn sie die Vorgaben der Wegleitung mindestens erreicht». (*Kommentar SSK 2015, Seite 76*). Bei negativen Swapsätzen beträgt die Mindest-Grenzrendite 1 Prozent (unter Berücksichtigung des 1 Prozent-Punkte Zuschlags).

Unsere Erfahrungen in der Steuerberatung von Aktionären von Familiengesellschaften, welche eine konstante Dividendenpolitik betreiben, zeigen, dass solche Aktionäre aufgrund dieser Bewertungsparameter von einem Jahr aufs andere mit einer erheblich höheren Vermögenssteuerbelastung konfrontiert werden können. Je nach Höhe und Wert der Beteiligung bzw. der Dividendenrendite kann die aufgrund des wegfallenden Pauschalabzugs höher ausfallende Vermögenssteuer eine substantielle Mehrbelastung bedeuten. Da wir in absehbarer Zukunft weiterhin mit tiefen Zinsen bzw. Negativzinsen rechnen müssen, sollte diese einseitig fiskalisch ausgerichtete Berechnungsmethode von der SSK baldmöglichst korrigiert werden. Denkbar wäre zumindest ein unteres Limit der Grenzrendite in der Höhe von rund 2 – 2.5 Prozent. Mit einer solchen Anpassung wäre vielen Aktionären von nicht kotierten Familiengesellschaften, die über die Jahre eine massvolle Dividendenpolitik betreiben, bereits spürbar geholfen.

Zum Schluss noch ein Hinweis an unverheiratete Steuerpflichtige, die Wertpapiere an einer Aktiengesellschaft oder GmbH halten, deren Anteile nicht an der Börse kotiert sind: Gehen wir davon aus, dass Sie und Er als unverheiratete Steuerpflichtige je 50 Prozent an einer nicht kotierten Gesellschaft halten. Die Gesellschaft schüttet zwar eine Dividende aus, die aber betragsmässig keine angemessene Rendite im Sinne der Wegleitung abwirft. Sie und Er sind somit berechtigt, auf dem Vermögenssteuerwert den Pauschalabzug von 30 Prozent geltend zu machen. Sie und Er beschliessen nun zu heiraten. Der Staat gewährt nun dem Ehepaar wohl den günstigeren Steuertarif für Verheiratete, bestraft das Ehepaar andererseits jedoch mit der Verweigerung des Pauschalabzugs beim Vermögenssteuerwert der nicht kotierten Aktien, weil Sie und Er jetzt zusammen eine Beteiligung von über 50 Prozent halten. Beträgt die gesamthafte Quote mehr als 50 Prozent, wird der Minderheitsabzug gemäss Kommentar SSK nicht mehr gewährt. Während gemäss neuem Eherecht jeder Ehegatte sein eigenes Vermögen selbständig nutzen und verwalten kann, halten die steuerrechtlichen Normen ausdrücklich fest, dass die gemeinsame Besteuerung ohne Rücksicht auf den Güterstand vorzunehmen ist. Da bleibt nur noch die Hoffnung, dass die seit Jahren diskutierte Individualbesteuerung so bald wie möglich beschlossen und umgesetzt wird.

Die beiden Beispiele aus unserer Beratungspraxis zeigen, dass auch bei der Vermögenssteuer Handlungsbedarf besteht und dies nicht nur im Zusammenhang mit der Vermögenssteuerbelastung von Start-ups.

DIE ANLAGESTRATEGIE IM 3. QUARTAL 2016

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat im Juni begonnen, im Rahmen ihres Kaufprogrammes auch Unternehmensanleihen aufzukaufen. Die Liquidität wird dadurch in diesem ohnehin relativ kleinen Anlage-segment empfindlich reduziert und die Anlagerenditen dürften selbst bei Papieren von zweifelhaften Schuldnern weiter fallen. Die Risikoprämien stehen in keinem Verhältnis mehr zu den Erträgen.

Wirtschaftliches Umfeld

Die Arbeitsmarktdaten haben sich in den letzten Wochen deutlich verschlechtert und spiegeln verspätet die Schwächephase der Wirtschaft zum Jahresbeginn. Die Dynamik hat inzwischen wieder etwas an Fahrt aufgenommen und dürfte auch im 3. Quartal mit einer Jahresrate im Bereich von 2% wachsen. Wir erwarten dieses Jahr mind. eine weitere Zinserhöhung des FED, diese wird vornehmlich von der Entwicklung in Europa und Asien abhängen.

In Europa mehren sich die positiven Zeichen einer anziehenden Industrieproduktion und einer weiteren Verbesserung der Beschäftigungssituation. Die inzwischen auf Unternehmensanleihen ausgedehnten Kaufprogramme der EZB erachten wir als unweckmässig und unnötig. Das Wachstum im Euroraum dürfte sich auf eine Jahresrate von 1.5% beschleunigen.

Aus China sind weiterhin keine positiven Impulse zu erwarten.

Aktienmärkte

Nach dem überraschenden Ausgang der «Brexit»-Abstimmung in Grossbritannien wird in den nächsten Wochen zunehmend die US-Präsidentenwahl in die Entwicklung der verschiedenen Sektoren eskomptiert werden und für Bewegung sorgen. Eine Prognose ist zum heutigen Zeitpunkt noch schwierig. Die Auswirkungen im Gesundheitsbereich dürften am stärksten und im Technologiebereich

am wenigsten im Rampenlicht stehen. Die in diesem Zusammenhang zu erwartende Volatilität an den Märkten versuchen wir mit gezielten Trading-Positionen und – wo die entsprechenden Voraussetzungen gegeben sind – mit Derivat-Strategien zu unserem Vorteil zu nutzen. Die Negativzinsen über weite Bereiche des Anlagespektrums führen gezwungenermassen zu einem Mittelzufluss in Aktien, insbesondere von Unternehmen mit einer nachhaltig hohen Dividendenrendite und intakten Wachstumsaussichten. Wir haben im zurückliegenden Quartal die Aktienquoten gezielt leicht ausgebaut.

Anleihen

Die Jagd nach den letzten positiven Renditen im Anleihenbereich ist nach dem Einstieg der EZB als Käufer von Unternehmensanleihen intensiver denn je. Die Renditen sind mit den Risiken nicht mehr vereinbar. Bei Neuanlagen steht für uns die Vermeidung von Negativzinsen bei minimalem Risiko und nicht mehr die Anlagerendite im Vordergrund.

Währungen

Die Bewegungen in den Währungen sind in den letzten Wochen wieder stärker als von uns erwartet ausgefallen. Aufgrund der politischen Agenda und der Aktionen der Notenbanken erhöhen wir die Anteile in der jeweiligen Referenzwährung der Portfolios.

Daniel Waldmeier, Partner

Baryon AG

Weisses Schloss, General Guisan-Quai 36, CH-8002 Zürich

Telefon +41. 44. 206 20 50, Telefax +41. 44. 201 90 89

baryon@baryon.com, www.baryon.com