

# Neue US-Regeln treffen Nestlé & Co.

**INTERNATIONAL** Massnahmen des US-Finanzministeriums gegen Steueroptimierung durch Multis haben globale Auswirkungen.

MARTIN GOLLMER

Die Anfang dieser Woche vom US-Finanzministerium erlassenen neuen Steuervorschriften haben es in sich. Nicht nur brachten sie die 152 Mrd. \$ schwere Übernahme des irischen Pharmakonzerns Allergan durch den amerikanischen Branchenprimus Pfizer zu Fall. Auch ausländische Unternehmen, die Tochtergesellschaften in den USA besitzen, sind von den neuen Regeln betroffen – darunter schweizerische Multis wie ABB oder Nestlé.

Die neuen Vorschriften haben zwei Hauptstossrichtungen. Erstens haben sie zum Ziel, sogenannte Tax Inversion Deals zu unterbinden oder wenigstens weiter zu erschweren. Dabei handelt es sich um Übernahmen von ausländischen Unternehmen durch amerikanische Gesellschaften, die es diesen unter bestimmten Voraussetzungen möglich machen, den Steuersitz an das steuergünstigere Domizil des Übernahmeobjekts zu verlegen (vgl. Glossar).

## Beliebtes Vorgehen

Gemäss dem Datendienstleister Dealogic gab es in den USA seit 2011 total 23 vollzogene Tax Inversion Deals mit einem Gesamtwert von 243 Mrd. \$. Der grösste unter ihnen war die 72,7 Mrd. \$ schwere Übernahme von Allergan durch Actavis im März 2015. Gegenwärtig hängig sind sechs solche Vorhaben. Das grösste ist dabei die 16,6 Mrd. hohe Kaufofferte von Johnson Control für Tyco International.

Zweites Hauptziel der neuen Regeln ist es, das sogenannte Earnings Stripping zu verhindern. Dabei handelt es sich um eine Praxis, bei der Unternehmen mit Steuersitz im Ausland ihren amerikanischen Tochtergesellschaften Darlehen geben. Diese können dann die darauf zu zahlenden Zinsen vom Gewinn abziehen, der in den USA mit hohen 35% besteuert wird. Der Zinsertrag wiederum fällt in der Folge am steuergünstigen Domizil der Muttergesellschaft an. So können Gewinne ins Ausland verschoben werden.

Gemäss einer Studie aus dem Jahr 2004, die in der «New York Times» zitiert wird, sind US-Gesellschaften, die investiert haben, besonders eifrige Earnings Stripper. Die Studie untersuchte zwölf an Tax Inversion Deals beteiligte Unternehmen. Jedes betrieb nach der Inversion Earnings Stripping. Bei vier Konzernen erreichte diese Praxis beinahe 100% – der Gewinn ihrer US-Tochtergesellschaften reduzierte sich fast auf null, nachdem die der Mutterfirma zu zahlenden Darlehenszinsen abgezogen waren. Dem US-Finanzministerium entgingen dadurch in zwei Jahren rund 700 Mio. \$ an Steuereinnahmen.

## Leserbrief

## Notenbanken

### FuW Nr. 26 vom 2. April

«Als Nächstes kommt Helikoptergeld», lautete ein Artikel in «Finanz und Wirtschaft» vom 26. September 2015. Die EZB senkte am 10. März 2016 den Leitzins auf 0%, und ab April wird sie die Geldmenge ausweiten. Am 16. März 2016 übte der Vorstandsvorsitzende der Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft scharfe Kritik an der Geldpolitik. Er sagte: «Das ist das offizielle Ende der Geldpolitik.» Am 2. April 2016 veröffentlichte «Finanz und Wirtschaft» den Beitrag «Notenbanken und Politik – zurück zum Kerngeschäft» von Erwin W. Heri.

Die Bilanz der Eurobanken soll Ende des Jahres 2015 folgendes Bild zeigen: Das Eigenkapital beläuft sich auf 2451 Mrd. € bei einer Bilanzsumme von knapp 30800 Mrd. €. Im Blickfeld sollen die Staatsschulden bleiben. So publizierte die «Finanz und Wirtschaft» in ihrer Ausgabe vom 26. März 2016 einen Artikel mit dem Thema «Die Staatsschulden wachsen munter weiter».

Dass im Jahr 2009 der damalige EU-Kommissar Joaquín Almunia mit Sorge auf die Entwicklung der Staatsfinanzen



Das US-Finanzministerium will Tax Inversion Deals und Earnings Stripping verunmöglichen oder zumindest erschweren.

Das US-Finanzministerium versucht nun, dieser Praxis einen Riegel zu schieben, in dem es fortan Darlehen an Tochtergesellschaften in den USA wie Eigenkapital behandeln will. Dadurch entfällt die Möglichkeit, Darlehenszinsen mit dem steuerbaren Gewinn zu verrechnen. Diese neue Behandlung von konzerninternen Darlehen trifft aber nicht nur invertierte US-Unternehmen mit Steuersitz im Ausland, sondern jede ausländische Firma mit Tochtergesellschaften in den USA.

Die neue Massnahme zog sogleich den Protest von Vertretern ausländischer Konzerne auf sich. «Das ist ein falscher Ansatz. Er könnte das Anlocken von globalen

Arbeitgebern behindern und die Wettbewerbsfähigkeit der USA beschädigen», sagte Nancy McLernon, Präsidentin der Organization for International Investment, zum «Wall Street Journal». Zu den Mitgliedern der Organisation gehören in den USA aktive Multis wie Airbus, BASF, Deutsche Telekom, Nissan oder Unilever.

## Schweizer Sorgen

«Die Massnahmen im Bereich 'Debt-Equity' werden massgebende Auswirkungen auf US-Aktivitäten von ausländischen Unternehmen haben», bestätigt auch ein Schweizer Steuerberater, der anonym bleiben will. «Sie werden bestimmt Einfluss auf die Attraktivität der USA als Geschäftsstandort haben.»

Von «Finanz und Wirtschaft» angefragte Schweizer Konzerne mit US-Aktivitäten betonen unisono, kein Earnings Stripping zu betreiben. «Wir verstehen uns als 'Good Corporate Citizen' – Steuervorteile stehen bei der Finanzierung folglich nicht im Vordergrund», heisst es etwa bei ABB. Trotzdem bereiten die neuen US-Steuervorschriften Sorge. «Wir sind besorgt, dass diese neuen Regeln beträchtliche Auswirkungen auf im Ausland ansässige Unternehmen haben könnten, die in gutem Glauben in den USA investieren und dort Stellen schaffen», sagt eine Sprecherin von Nestlé.

## Kurz notiert

**Implenia erhält zwei Grossaufträge:** Die Baugruppe Implenia hat in Norwegen gleich zwei Ausschreibungen gewonnen. Das Auftragsvolumen beträgt insgesamt rund 160 Mio. Fr. Zum einen handelt es sich um ein Strassenbauprojekt mit Tunnel und Brücken, zum andern um komplexe Betonarbeiten am Rohbau eines neuen Regierungsgebäudes in Oslo.

**VAT engt Preisspanne für IPO ein:** Der Vakuumentilhersteller VAT habe die Preisspanne für den bevorstehenden Börsengang von 39 bis 46 auf 43 bis 45 Fr. eingeeengt, schreibt Reuters unter Verweis auf zwei mit der Transaktion vertraute Personen. In Investorenkreisen wird die Meldung bestätigt. Die Verschiebung zum oberen Rand hin drücke grosses Interesse aus. Die Zeichnungsfrist läuft bis 13. April.

**Yahoo findet Interesse:** Das Kerngeschäft des Internetportals Yahoo weckt Begehrlichkeiten: US-Mobilfunkanbieter Verizon, zu dem schon AOL gehört, Google-Mutter Alphabet sowie Wagniskapitalgeber Bain und TPG erwägen Medienberichten zufolge ein Übernahmeangebot. Die kriselnde Yahoo lotet seit Anfang Februar strategische Optionen aus. Eine Deadline für Bieter wurde bis 18. April verlängert.

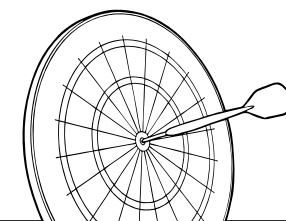
## Glossar

Als **Tax Inversion** wird das Vorgehen von US-Unternehmen bezeichnet, über die Fusion mit einer ausländischen Gesellschaft den eigenen Geschäftssitz ins steuergünstigere Ausland zu verlegen. Halten die Aktionäre nach dem Zusammenschluss weniger als 60% der Aktien der neu entstandenen Gesellschaft, gilt nach heutigem Recht der ausländische Sitz als Steuerdomizil. Damit kann die hohe Unternehmensbesteuerung in den USA umgangen werden.

Am 5. April hat das US-Finanzministerium angekündigt, **Massnahmen gegen diese Praxis** zu ergreifen. Einerseits sollen bei der Berechnung der Unternehmensgrösse nur noch Assets zählen, die vor mehr als drei Jahren zugekauft wurden. So kann der Wert der übernommenen Gesellschaften reduziert und die Beteiligungsquote über die kritischen 60% gedrückt werden.

Andererseits sollen konzerninterne Darlehen künftig als Eigenkapital ausgewiesen werden, um den Umfang möglicher Steuerabzüge einzuschränken. Dieses sogenannte **Earnings Stripping** ermöglicht es Konzernen, bei Tochtergesellschaften in den USA Darlehenszinsen vom steuerbaren Gewinn abzusetzen und gleichzeitig den Zinsertrag ins steuergünstige Ausland zu verlagern.

## Hot Corner



## Vertrauen in Goodman

Als eigenständige Gesellschaft gibt es **Knight Therapeutics** (Toronto: GUD; Kurs: 7.99 kan. \$; Marktwert von 826,8 Mio. kan. \$ oder 605 Mio. Fr.) erst seit dem Jahr 2014. Das Spezialpharmazeutikunternehmen genießt im Markt aber schon viel Vertrauen, nach Bloomberg empfehlen sieben von neun Analysten die Aktien zum Kauf. Der Grund für das Vertrauen ist der Mann, der hinter der Gesellschaft steht: Jonathan Goodman.

Der 48-Jährige bewies bereits mit der Vorgängerin von Knight Therapeutics, Paladin Labs, dass er eine kleine Gesellschaft fast aus dem Nichts zu einem Branchenstar machen kann. Die 1995 von ihm aus der Taufe gehobene Paladin Labs erhöhte den Umsatz in neunzehn aufeinanderfolgenden Jahren. Währenddessen stieg ihr Aktienkurs von 1,5 auf 142 kan. \$. Nach einem schweren Veiloufall, der ihn fünf Wochen ins Koma fallen liess, kündigte Goodman im November 2013 an, Paladin Labs für 1,6 Mrd. \$ an das US-Pharmazeutikunternehmen Endo Health Solutions zu verkaufen.

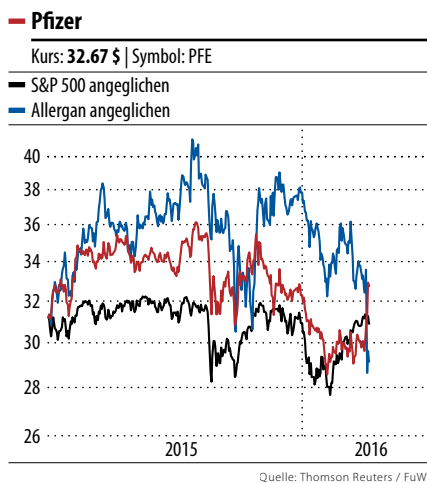
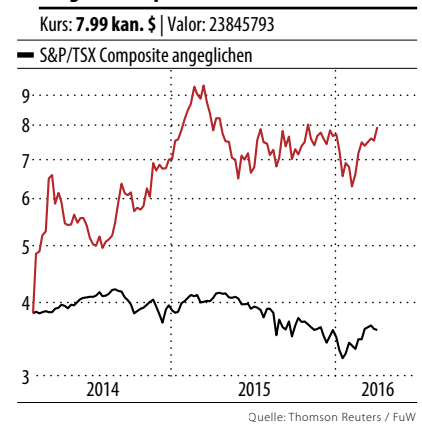
Jetzt will er das Kunststück wiederholen. Bei Knight startete Goodman mit nur einem Medikament, das er von Paladin Labs mitnehmen konnte: Impavido gegen die Infektionserkrankung Leishmaniose. Das Geschäftsmodell besteht darin, neue Pharmaprodukte zu akquirieren oder Lizenzen zu erwerben und die Mittel dann zu vermarkten. Inzwischen hat sich Knight die Distributionsrechte an rund zwanzig Pharmazeutika in unterschiedlichen Entwicklungsstadien gesichert. Derzeit werden erst drei Produkte an Konsumenten verkauft.

Ende 2015 hielt Knight flüssige Mittel und Wertschriften von 471 Mio. kan. \$. Goodman will Zukäufe nicht überbezahlen: Er konzentriert sich auf preisgünstigere und weniger risikoreiche Medikamente von grossen Pharma- oder Biotech-Konzernen, vor allem auf Produkte im späten Entwicklungsstadium.

Das Geschäft wird kontinuierlich aufgebaut. Goodman versteht es aber, auch zusätzliche Einnahmen zu generieren. So leiht er Geld an andere kleine Gesellschaften in der Branche aus, zu einem Zins zwischen 10 und 15%. Im November 2014 nahm Knight 125 Mio. \$ ein mit dem Verkauf eines Bonus, den sie von der US-Arzneimittelbehörde FDA bekommen hatte. Der Bonus gestattet es einem Unternehmen, bei der Zulassungsprüfung eines Medikaments schneller an die Reihe zu kommen.

Im letzten Jahr setzte Knight 1 Mio. kan. \$ (2014: 0,37 Mio. kan. \$) um. Dank den Zinseinnahmen und dem Finanzergebnis betrug der Gewinn 34,2 (125,9) Mio. kan. \$ oder 36 Cent je Aktie. Auf Basis einer Gewinnschätzung für 2016 von 0,18 Cent je Aktie erscheinen die Titel mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 45 hoch bewertet. Doch Knight, die über eine starke Bilanz verfügt, wird längerfristig grosses Wachstumspotenzial zugeschrieben. Ihre Zukunft hängt davon ab, inwieweit Medikamente im Entwicklungsstadium erfolgreich auf den Markt gebracht werden. Vertrauensfördernd ist, dass Goodman als Gründer und CEO selbst mit 21% an Knight beteiligt ist. **CAL**, Vancouver

### — Knight Therapeutics



HELMUT HIRTZ, München