

# Schoellerbank Analysebrief

## Ausgabe Nr. 335, Februar 2018

### Presseinformation

Wien/Salzburg, 20. Februar 2018

Wir behandeln folgendes Thema:

#### **US-Steuerreform 2018: was bedeutet sie für die Aktienmärkte?**

- Unternehmen müssen nachträglich Steuerbeträge in Milliardenhöhe an den US-Fiskus entrichten
- Aktionäre profitieren durch höhere Dividenden und Aktienrückkaufprogramme
- Der Haken: die Schulden steigen und der US-Dollar fällt
- Langfristig entscheiden nicht die Steuern über den Erfolg am Aktienmarkt, sondern die Bewertung, zu der eine Aktie gekauft wird
- Die Asset Manager der Schoellerbank greifen bei der Bewertung von Aktien auf das – während der letzten 25 Jahre laufend weiterentwickelte – Schoellerbank AktienRating zurück

„Microsoft: US-Steuerreform sorgt für Milliardenverlust“ – so ähnlich lauteten die Schlagzeilen, als der amerikanische Softwarekonzern vor einigen Wochen seine Quartalszahlen präsentierte. Die Fakten stimmten, doch die Aktie reagierte nicht darauf. Oft ist das ein Hinweis dafür, dass die Meldung am Kern der Sache vorbeigeht. Worum geht es bei der Steuerreform in den USA wirklich?

In diesem Analysebrief befassen sich die Experten der Schoellerbank mit den Auswirkungen der Steuerreform, welche die US-Administration Ende 2017 verabschiedet hat und die am 1. Jänner 2018 in Kraft getreten ist. Die Reform ist eine umfassende Änderung bei der Besteuerung von Einkommen und Gewinnen, die sowohl Privatpersonen als auch Unternehmen betrifft. In dieser Analyse werden die Auswirkungen auf börsennotierte Unternehmen beschrieben.

#### **Hausgemacht: Schlupflöcher in der Steuererklärung**

In den USA gilt ein weltweites Steuersystem. Das ist insofern ungewöhnlich, als die meisten Länder ihre Steuern nach dem territorialen Prinzip einheben. Demnach werden grundsätzlich nur jene Aktivitäten besteuert, die auf dem Staatsgebiet stattfinden. Im Steuersystem der USA ist es hingegen so, dass prinzipiell alles, was ein US-Unternehmen weltweit erwirtschaftet, der US-Gewinnsteuer unterliegt. Vor der aktuellen Steuerreform betrug der Steuersatz 35%. Im Ausland entrichtete Gewinnsteuern konnten in Abzug gebracht werden. Ein Beispiel: Entrichtete ein US-Konzern im Ausland Gewinnsteuern in Höhe von 15%, dann mussten vor der Steuerreform theoretisch noch 20% des Gewinns in den USA nachversteuert werden. Soweit die Theorie.

Nun zur Praxis: Kaum ein großes US-Unternehmen, das international tätig ist, zahlte vor der Steuerreform 35% Steuern. Im Durchschnitt lag die Steuerbelastung bei etwa 20%. Und zwar mit großen Unterschieden zwischen den einzelnen Unternehmen. In manchen Fällen lag die effektive Steuerbelastung unter 10%.

Der Grund dafür waren einige Steuerschlupflöcher, die Unternehmen nutzen konnten, um ihre Steuerlast zu reduzieren. Eines der wichtigsten Schlupflöcher war jenes, das im Ausland verdiente Geld nicht in die USA zu transferieren. Solange das Geld nämlich bei ausländischen Tochtergesellschaften verblieb, fielen keine Steuern an. Diese Regelung wurde im Jahr 1996 von der Clinton-Administration eingeführt. Sie hatte es sich zum Ziel gemacht, US-Unternehmen internationale Engagements zu erleichtern.

Amerikanische Unternehmen haben also in mehr als zwei Dekaden den gesetzlich erlaubten Rahmen ausgeschöpft. Die Liste jener Unternehmen, die Milliarden im Ausland gehortet haben war lange und ganz oben befanden sich finanzstarke IT-Unternehmen wie Apple, Microsoft und Cisco. Doch mit den Geldbergen wuchsen auch die Probleme.

Einige Unternehmen entwickelten komplizierte Konstruktionen, um der Steuer auf Dauer zu entgehen. Mit sogenannten „Steuer-Inversionen“ verlegten US-Konzerne ihren Hauptsitz in ein Land mit niedrigeren Steuern. Und zwar so, dass das im Ausland angehäuften Geld nicht nachversteuert werden musste. Vereinfacht formuliert, gingen die Firmen einfach dorthin, wo ihr Geld schon war. Das bisherige Schlupfloch der US-Finanz war auch eine Investitionsbremse für die amerikanische Wirtschaft. Durch die Regelung waren Investitionen im Ausland steuerlich viel attraktiver als in den USA.

#### **Änderungen durch die US-Steuerreform 2018**

Die wichtigste Neuerung der Reform ist, dass der Steuersatz von 35% auf 21% gesenkt wurde. Zudem sind US-Firmen ab sofort verpflichtet, alle im Ausland gehaltenen Gewinne zu repatriieren – also in den USA nachzuversteuern. Allerdings werden diese zu einem vergleichsweise günstigen Steuersatz zwischen 8% und 15,5% versteuert. Der Steuersatz richtet sich danach, ob das Geld in liquiden Vermögenswerten, wie zum Beispiel Wertpapieren, veranlagt ist – dann sind 15,5% fällig – oder ob das Geld bereits in illiquide Assets, wie beispielsweise Immobilien, investiert wurde – in diesem Fall beträgt die Steuer nur 8%.

#### **Auswirkungen auf in den USA aktive börsennotierte Unternehmen**

Auch mit der jüngsten Steuerreform wurden nicht alle Schlupflöcher beseitigt. Experten schätzen, dass die effektive Steuerrate auch in Zukunft unter der nominellen Steuerquote liegen wird. Für Aktien im S&P 500 dürfte die effektive Steuerquote von 20% auf 15% fallen. Doch das größte Schlupfloch wurde geschlossen und die Unterschiede zwischen den Unternehmen sind nun geringer. Die de facto Benachteiligung von Investitionen in den USA gegenüber Investitionen im Ausland wurde abgeschafft.

Microsoft hatte beispielsweise ein Vermögen von etwa 130 Milliarden US-Dollar im Ausland erwirtschaftet und musste diese jetzt mit 13,8 Milliarden US-Dollar nachversteuern – damit sind die Steuern aus der Vergangenheit abgegolten. Ab sofort muss das Unternehmen die im Ausland lukrierten Gewinne ganz regulär mit 21% versteuern. Dabei können aber – wie auch schon zuvor – noch Posten in Abzug gebracht werden und der effektive Steuersatz wird wohl etwas unter 21% liegen. Eines ist jedoch ab nun gewiss: Das Halten von großen Geldbeständen macht aus steuerlicher Sicht keinen Sinn mehr.

Für Unternehmen wie Microsoft ist die Steuerreform ein mehrfacher Gewinn. Zum Ersten hat das Unternehmen die latenten Steuern aus Jahrzehnten mit einer großen Abschlagszahlung vom Tisch. 13,8 Milliarden US-Dollar sind viel Geld, es ist jedoch nur ein Bruchteil dessen, was Microsoft ohne die US-Steuerreform im Falle einer Repatriierung des Geldes zahlen hätte müssen. Zum Zweiten wird Microsoft in Zukunft nicht wesentlich mehr Steuern zahlen, als in der Vergangenheit. Der neue Steuersatz von 21% ist in etwa das, was das Unternehmen bisher entrichtet hat. Und zum Dritten hat das Unternehmen nun endlich unbeschränkt Zugriff auf seinen monetären Bestand und kann es für Dividenden, Aktienrückkäufe, Schuldentilgungen und andere Aktivitäten verwenden, die für seine Aktionäre einen Mehrwert schaffen.

Es gibt jedoch auch Unternehmen, die keine hohen Geldvermögen im Ausland hielten und auch schon bisher hohe Gewinnsteuern in den USA entrichteten. Zum Beispiel Berkshire Hathaway, das den Großteil seiner Aktivitäten in den USA setzt und nur wenige Steuerschlupflöcher nutzen konnte. Für Berkshire ist die Steuerreform aber ein noch größerer Gewinn. Das Unternehmen muss nun rund 40% weniger Steuern entrichten. Oder anders formuliert: Der Gewinn steigt um 22%, rein aus dem Steuereffekt.

Und natürlich erzeugt die Reform auch Verlierer. Einige Möglichkeiten der Abschreibung wurden abgeschafft. Beispielsweise ist das neue Steuersystem restriktiver bei Verlustvorträgen. Deshalb mussten einige europäische Unternehmen große Beträge in den USA abschreiben. Doch das Geld geht nicht an die US-Steuerbehörde, zumindest nicht direkt. Vielmehr werden Verluste aus der Vergangenheit im US-Geschäft genutzt, um Gewinne in der Gegenwart zu reduzieren. Dieser Steuervorteil wird als „Vermögenswert“ bewertet und auf die Bilanz geschrieben. Das ist kein Bilanztrick, sondern entspricht internationalen Bilanzierungsregeln. Die Verlustvorträge können nun nicht mehr in voller Höhe verwendet werden, sind also weniger wert und müssen abgeschrieben werden.

Es könnte nun der Eindruck entstehen, dass die Gewinner der Steuerreform eindeutig US-Unternehmen sind, während die Verlierer im Ausland sitzen. Doch diese Interpretation wäre nicht korrekt. Alle internationalen Unternehmen, die Aktivitäten in den USA setzen, profitieren ab jetzt von den niedrigeren Steuersätzen. Die USA sind zu einem Standort mit attraktiver Unternehmensbesteuerung geworden.

### **Sanfte Revolution für die Unternehmen**

Die Zwangsrepatriierung des im Ausland gehaltenen Geldes führt nicht dazu, dass die Unternehmen nun gezwungen sind Fremdwährungen in US-Dollar zu konvertieren. Die Firmen haben das Geld schon immer in jener Währung gehalten, die sie für vorteilhaft erachtet haben – egal ob Euro, US-Dollar oder jede andere Währung. Die Unternehmen müssen die nun angefallene Steuer auch nicht sofort bezahlen, sondern können das Geld über mehrere Jahre in Raten an das US-Finanzamt überweisen. Aufgrund der steuerlichen Änderung entsteht also an den Märkten kein übermäßiger Druck, Wertpapiere zu verkaufen oder US-Dollar zu kaufen.

### **Der Haken: Steuern runter, Schulden rauf**

Bei der aktuellen US-Steuerreform war das Staatsdefizit kein Kriterium. Das oberste Ziel war, dass der Großteil der amerikanischen Unternehmen von dieser Reform profitiert. Dies geschieht jedoch zulasten der Staatsschulden: Der Unternehmenssektor wird in Zukunft deutlich weniger zum Budget beitragen als zuvor und das Defizit wird steigen. Ob diese Lösung für alle Zukunft hält, ist also fraglich.

### **Fazit: Ein Geschenk für Aktionäre**

Die Steuerreform wird jedenfalls spürbare Auswirkungen auf die Aktienmärkte haben: Ein positiver Effekt ist, dass US-Unternehmen im Schnitt weniger Steuern zahlen müssen und der Gewinn dadurch steigt. Ein weiterer für die Aktienkurse vorteilhafter Effekt besteht darin, dass die nun verfügbar gewordenen Mittel für Ausschüttungen und Aktienrückkäufe verwendet werden können.

Wie immer ist der Aktienmarkt sehr gut in der Lage, diese Effekte abzuschätzen. Die erfreuliche Entwicklung des US-Aktienmarktes im Jahr 2017 ist auch auf die antizipierte Steuerreform zurückzuführen. Doch Vorfreude ist bekanntlich die schönste Freude und wenn das Erhoffte dann tatsächlich Eintritt, ebbt die Welle der Begeisterung auch schon wieder ab. Das Jahr 2018 startete nicht – wie von vielen erwartet – mit einem fulminanten Kursfeuerwerk, sondern mit einer Kurskorrektur.

Die Schoellerbank hat US-Aktien untergewichtet, weil die Bewertungen seit einiger Zeit vergleichsweise hoch sind. Die Aktienkurse sind in den USA zwar weiter gestiegen, doch für europäische Investoren hat die sehr schwache Entwicklung des US-Dollar einen Großteil der Kursgewinne wieder egalisiert. Langfristig entscheiden jedoch nicht die Steuern über den Erfolg am Aktienmarkt, sondern die Bewertung, zu der eine Aktie gekauft wird. Deshalb ist jedes Unternehmen für sich bzw. jede Aktie einer genauen Einzelbewertung und -analyse zu unterziehen. Die Asset Manager der Schoellerbank greifen hierzu auf das – während der letzten 25 Jahre laufend weiterentwickelte – Schoellerbank AktienRating zurück.

Autor:

Mag. (FH) Jakob Frauenschuh, CFA®  
Asset Management Aktien  
Schoellerbank AG  
Tel. +43/662/86 84-2751

Rückfragen bitte auch an:

Marcus Hirschvogel, BA  
Pressesprecher  
Schoellerbank AG  
Tel. +43/1/534 71-2950  
1010 Wien, Renngasse 3  
[marcus.hirschvogel@schoellerbank.at](mailto:marcus.hirschvogel@schoellerbank.at)

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit 10 Standorten und 317 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von mehr als 11 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria. Mehr Informationen unter: [www.schoellerbank.at](http://www.schoellerbank.at)

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer [Presseseite](#)

**Hinweis:**

Diese Information ist eine **Marketingmitteilung**, keine Finanzanalyse, keine Anlageempfehlung und keine Anlageberatung. Sie enthalten weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung, noch eine Aufforderung, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung abzugeben. Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Marketingmitteilungen können eine Anlageberatung nicht ersetzen. Ausschließlich bei Anlageberatungen kann die Schoellerbank die persönlichen Verhältnisse des Kunden (Anlageziele, Erfahrungen und Kenntnisse, Risikoneigung und finanzielle Verhältnisse) berücksichtigen, sowie eine umfassende und kundenspezifische Eignungsprüfung durchführen.

Die Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Unter Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals kommen. Die Interessentin bzw. der Interessent sollte sich hinsichtlich der konkreten steuerlichen Auswirkungen des Investments von einem Steuerberater beraten lassen.

**Haftungsbeschränkung:**

Alle Informationen beruhen auf verlässlichen Quellen und sorgfältigen Analysen, die jederzeit einer Änderung unterliegen können. Die Schoellerbank ist zu einer Aktualisierung dieser Informationen nicht verpflichtet.

**Die Haftung der Schoellerbank für leichte Fahrlässigkeit im Zusammenhang mit der Quellenrecherche und Analyse und den darauf beruhenden Informationen wird ausgeschlossen.**