

# Start-ups im Steuerclinch

**SCHWEIZ** Hohe Vermögenssteuern machen Jungunternehmern das Leben schwer.

**TOBIAS F. ROHNER UND MARC BUCHMANN**

**G**ründungsaktionäre von Start-up-Unternehmen klagen über den zu hohen Vermögenssteuerwert ihrer Aktien. Teilweise soll die Vermögenssteuerlast die Hälfte oder sogar mehr ihres gesamten Einkommens ausmachen. Deshalb drohen sie, der Schweiz den Rücken zu kehren.

Hintergrund dieser Diskussion ist, dass das kantonale Steueramt Zürich und andere kantonale Steuerverwaltungen bei der Bewertung von nicht kotierten Wertpapieren auf die von den später hinzutretenden Investoren bezahlten Preise abstellen – etwa von Business Angels, Venture Capitalists und Mezzanine-Financiers. Das gilt auch bei Finanzierungs- runden wie Kapitalerhöhungen. Erhält etwa ein Start-up mit einem Aktienkapital von 100 000 Fr. von einem Venture Capitalist 1 Mio. Fr. und erhöht es sein Aktienkapital von 100 000 auf 1 200 000 Fr., wird davon ausgegangen, dass die neu an den Venture Capitalist ausgegebenen Aktien mit einem Nominalwert von 20 000 einen Wert von 1 Mio. Fr. hätten. Folglich sei das vorbestehende Aktienkapital der Gründungsaktionäre 5 Mio. Fr. wert.

## Wenn der Marktwert fehlt

Nach den Steuergesetzen ist das Vermögen zum Verkehrswert zu bewerten. Dabei kann der Ertragswert angemessen berücksichtigt werden. Da jedoch bei nicht kotierten Wertpapieren normalerweise kein Marktwert bekannt ist, zumal es keinen Markt gibt, hat die Schweizerische Steuer-

### 1 Neue Praxis im Kanton Zürich

Jahre ab der Gründung	Bewertung
1. bis 3. Jahr	Substanzwert
4. Jahr	1/5 des Substanzwertes + 1/5 des Wertes bei der Finanzierungsrunde
5. Jahr	1/5 des Substanzwertes + 1/5 des Wertes bei der Finanzierungsrunde
Ab dem 6. Jahr	Wert bei der Finanzierungsrunde

### 2 Sonderregel für Bio- und Medtech

Jahre ab der Gründung	Bewertung
1. bis 5. Jahr	Substanzwert
6. Jahr	1/5 des Substanzwertes + 1/5 des Wertes bei der Finanzierungsrunde
7. Jahr	1/5 des Substanzwertes + 1/5 des Wertes bei der Finanzierungsrunde
Ab dem 8. Jahr	Wert bei der Finanzierungsrunde

konferenz (SSK) im Jahr 2006 das Kreis schreiben zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert (KS 28) erlassen. Die Finanzdirektion des Kantons Zürich hat es für die Bewertung von nicht kotierten Wertpapieren für verbindlich erklärt.

Fraglich ist, ob die von den Investoren bei Finanzierungs runden (z. B. Kapitalerhöhungen) von Start-ups bezahlten Preise geeignet sind, den Marktwert des gesamten Unternehmens angemessen zu reflektieren. Dass die Bewertungsregeln nach dem KS 28 bei Start-up-Firmen zu prohibitiv wirkenden Vermögenssteuern führen können, hat die Finanzdirektion Zürich erkannt und Anfang März eine Praxisänderung veröffentlicht. Diese ist sofort in Kraft getreten. Damit hat die Finanzdirektion implizit auch zum Ausdruck gebracht, dass das KS 28 betreffend die Bewertung von Start-up-Unternehmen nicht gesetzeskonform ist. Nach der neuen Praxis sind neu gegründete Ge-

sellschaften wie in Tabelle 1 dargestellt zu bewerten. Im Fall von neu gegründeten Gesellschaften in der Bio- und Medtech-Branche gilt aufgrund des längeren regulatorischen Entwicklungsprozesses die Bewertung nach Tabelle 2.

Der neue zürcherische Bewertungsansatz für Start-ups impliziert, dass die in Finanzierungs runden bezahlten Preise nicht unbedingt geeignet sind, den Wert eines Unternehmens zu bestimmen. Der bei Finanzierungs runden bezahlte Preis ist sicher ein geeigneter Wertindikator bei etablierten Gesellschaften, nicht aber bei Start-ups.

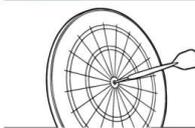
## In die richtige Richtung

Investitionen in Gesellschaften, die sich am Markt noch nicht beweisen konnten, sind mit extrem grossen Unsicherheiten verbunden. Die Bewertungen basieren auf vagen Prognosen, weshalb auch die tiefsten Preisangebote regelmässig sehr gross ist. Je länger aber das Start-up- Unternehmen existiert, desto verlässlicher ist das Zahlenmaterial und desto mehr kann der bei Investitionen bezahlte Preis als Wertindikator gebraucht werden.

Der zürcherische Ansatz geht somit in die richtige Richtung. Es bleibt zu hoffen, dass auch andere Kantone vom derzeitigen Wortlaut des KS 28 abweichen werden, wobei auch alternative Ansätze geprüft werden sollten, wie Start-up-Unternehmen steuerrechtlich zu bewerten sind.

*Tobias F. Rohner und Marc Buchmann sind Rechtsanwältin der Wirtschaftsprüfungskanzlei Frotpiep in Zürich.*

## Hot Corner



## Eine packende Investition



Quelle: Thomson Reuters / Fact

Aus welchem Land stammt der führende Hersteller von Maschinen für die Produktion von Teebeuteln? Nein, nicht aus England, sondern aus dem Kaffeeland Italien. Die in Bologna domizilierte IMA (Mailand: IM, Kurs 51.80 €, Marktkapitalisierung 2 Mrd. €) hat nahezu drei Viertel dieser 120-Mio.-€-Nische erobert. Ausser Bologna «la grassa» (gemünzt auf das gehaltvolle Essen), «la rossa» (wegen der roten Ziegel und des Linksdralls in der Politik) und «la dotta» (die Gelehrte, die älteste Universität Europas) gibt es auch Bologna «la industriale».

Aktionäre von Komax sind mit dem Namen IMA vertraut. Mitte März gab der Innerschweizer Maschinen- und Anlagenbauer bekannt, seine Medtech-Sparte für einen Preis von maximal 36 Mio. Fr. an die Industria Macchine Automatiche (IMA) verkaufen zu wollen und sich fortan auf Maschinen für die Kabelverarbeitung zu konzentrieren.

Komax Medtech dürfte ihr Potenzial unter dem Dach der IMA besser als bisher entfalten. Das Geschäft kommt mit einem hohen Auftragsbestand in den Verbund. IMA hat vor, aus ihm, der ebenfalls zugekauften Telerobot in Ägypten sowie aus eigenen Aktivitäten eine neue Untergruppe zu formen, die Anlagen für automatische Montage anbietet. In diesem Sektor rechnet das italienische

Unternehmen mit hohem Wachstum in den kommenden Jahren.

Die 1961 gegründete IMA ist mehrheitlich im Besitz der Familie Vacchi. Ehrenpräsident Marco Vacchi hat die Gesellschaft internationalisiert. Sohn Alberto ist Verwaltungsratspräsident und CEO. IMA stellt Verpackungsmaschinen für die Lebensmittel-, die Pharma- und die Kosmetikindustrie her – Sektoren, die stetes Wachstum versprechen und wegen der hohen Qualitäts- und Sicherheitsanforderungen hohe Eintrittsbarrieren aufweisen. 2015 erwirtschaftete IMA mit fast 5000 Angestellten einen 29% höheren Umsatz von 1,1 Mrd. €. Etwa 30% davon werden im überdurchschnittlich rentablen Service- und Ersatzteilgeschäft erzielt. Die operative Marge erreicht regelmässig prozentual zweistellige Werte.

IMA wächst rasant. Der Umsatz ist in den vergangenen vier Jahren rund 70% gestiegen, vor allem dank Übernahmen. Der zwischen 2011 und verganginem Jahr erarbeitete Cashflow wurde zu über drei Vierteln in Akquisitionen investiert. Der forsche Expansionskurs hatte zur Folge, dass die Nettoverschuldung auf (nicht kritische) 163 Mio. Fr. zunahm.

Die Aktien sind seit über zwanzig Jahren an der Börse Mailand kotiert. Den Anlegern gefällt die Wachstumsstrategie. Der Börsenkurs verdreifachte sich nach Anfang 2013. Seit einem Jahr stagniert er. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 21 für 2017 sind die Titel zwar nicht aussergewöhnlich günstig. Aber auf Bologna «la industriale» zu setzen, wird sich mittelfristig lohnen. **AS**

## INDEXING FORUM

Investieren mit ETF, ETP und Indexfonds

### STRATEGIEN FÜR DIE ERFOLGREICHE VERMÖGENSVERWALTUNG

22. Juni 2016  
The Dolder Grand, Zürich

**DIE THEMEN U. A.**

- » Indexfonds, ETF oder ETC im Detail: Wann ist welches Investmentvehikel das Richtige? Wie unterscheiden sie sich und welche Rolle können sie im Portfolio übernehmen?
- » Innovationen: Welche neuen Produkte stehen Anlegern zur Verfügung und wie werden sie richtig eingesetzt?
- » Anlagekosten: Wie können Überraschungen bei versteckten Kosten vermieden werden?

**DIE REFERIERENDEN U. A.**

Dr. Felix Brill, CEO Wellershoff & Partners Ltd.  
Fabian Dori, CIO Notenstein La Roche Privatbank AG  
Marc Faber, Autor und Herausgeber von «The Gloom, Boom & Doom Report»  
Prof. Eugene F. Fama, Nobelpreisträger University of Chicago Booth School of Business (VIDEO-BOTSCHAFT)  
Anastassios Frangulidis, Chiefökonom und Chefstrategie Zürcher Kantonalbank

Weitere Informationen und Anmeldeöglichkeit:  
[www.forum-executive.ch/indexing](http://www.forum-executive.ch/indexing)

**FINANZ und WIRTSCHAFT Forum**  
INSELN DER AUFMERKSAMKEIT

UNSERE PARTNER

CO-PARTNER

IN ZUSAMMENARBEIT MIT

## Immobilien • Grundstücke

Anzeigenannahme: Finanz und Wirtschaft, Werdstrasse 21, 8021 Zürich  
Tel. 044 248 58 00, Fax 044 248 58 17, anzeigen@fuw.ch

### ZU VERKAUFEN

**Exklusive Landhausvilla mit Seesicht**  
Hanglage ländlich im Steuerparadies Wollerau/SZ, Wohnfläche 830m<sup>2</sup>, zwei Wohnungen mit grossen Terrassen, 7 Einstellhallenplätze, Neubau mit Mitgestaltungsmöglichkeit.  
Verkaufspreis 8.95 Mio.



Stephan Kocher  
kocher@immostema.ch  
044 740 00 88 | 079 741 88 88

### Für unsere Kunden / Kundinnen suchen wir laufend exklusive Immobilien.

Gedenken Sie Ihre Liegenschaft zu verkaufen, erstellen wir Ihnen im Anschluss einer persönlichen Besichtigung eine Vermarktungs-offerte. Besprechen Sie Ihr Anliegen unverbindlich und vertraulich mit Bernhard Gasser Immostema AG  
Kaufen | Verkaufen | Machen wir.  
079 819 80 00 / 044 740 00 88

## Impressum

### HERAUSGEBERIN

Verlag Finanz und Wirtschaft AG, Werdstrasse 21, 8004 Zürich  
**Verleger:** Pietro Supino

**Total verbreitete Auflage:** 25 172 Ex. (WEMF 2015), davon verkauft: 23 785 Ex. (WEMF 2015),  
**Gesamtleserschaft:** 91 000 (MACH Basic 2016-1)

### REDAKTION

Verlag Finanz und Wirtschaft AG, Werdstrasse 21, Postfach, 8021 Zürich,  
Telefon 044 248 58 00, Fax 044 248 58 55, redaktion@fuw.ch  
(Für unaufgefordert eingesandte Manuskripte und Briefe übernehmen wir keine Haftung.) Alle Rechte vorbehalten.  
Nachdruck oder Vervielfältigung von Artikeln auch auszugsweise nur mit Zustimmung der Redaktion.  
\*Verlag Finanz und Wirtschaft AG

**Online:** www.fuw.ch

**Chefredaktor:** Mark Dittli (MD)

**Stv. Chefredaktor:**

Clifford Padevitt (CP)

### VERLAG

Verlag Finanz und Wirtschaft AG, Werdstrasse 21, Postfach, 8021 Zürich,  
Telefon 044 248 58 00, Fax 044 248 58 15, verlag@fuw.ch

**Verlagsleiter:** Walter Vontobel

**Anzeigen:** Tamedia AG, Anzeigen-Service, Finanz und Wirtschaft, Postfach, 8021 Zürich  
Telefon Deutschschweiz 044 248 58 11, Fax 044 248 58 15,  
Telefon Romandie 022 322 34 35, anzeigen@fuw.ch,  
www.mytamedia.ch

**Abonnement:** Telefon 044 404 65 55, Fax 044 404 69 04,  
www.fuw.ch/abo

**Erscheint am Mittwoch und Samstag.** Im Falle Nichterscheinsens der Zeitung infolge höherer Gewalt oder vom Verlag unverschuldeter Nichtauslieferung entfällt jede Haftung des Verlags.

**Techn. Herstellung:** DZZ Druckzentrum Zürich AG, Werdstrasse 21, 8021 Zürich

**Ombudsmann der Tamedia AG:**  
ombudsmann.tamedia@bluewin.ch