

UPDATE UNTERNEHMENSBEWERTUNG 2020

Aktuelles aus Lehre, Praxis und Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung

Bei Unternehmensbewertungen treffen Theorie und Praxis, Ökonomen und Juristen aufeinander. Dies sorgt für Dynamik in der Bewertungslehre, -praxis und der Rechtsprechung. Das Update Unternehmensbewertung berichtet jährlich über aktuelle Entwicklungen.

1. EINFÜHRUNG

Unternehmen und die Art ihrer Wertgenerierung unterliegen einem steten Wandel. Das gilt auch für ihre Bewertung (wie hoch ist der Wert?), deren Beurteilung (wie fair ist der Wert?) und deren Verteilung (wem gehört der Wert?). Bewertungslehre, Bewertungspraxis und Rechtsprechung spiegeln diesen Wandel wider. Unser Update Unternehmensbewertung stellt regelmässig aktuelle und für die Berufspraxis bedeutsame Entwicklungen dar. Dem Thema Corona widmen wir angesichts der Bedeutung des Themas einen eigenen Beitrag in diesem Heft.

2. ENTWICKLUNGEN IN DER BEWERTUNGSLEHRE

2.1 Hinter dem Horizont geht es weiter – wenn ja, wie?

Das Lehrbuchmodell einer DCF-Bewertung sieht eine Zweiteilung vor: An die differenzierte Detailplanung schliesst ein einfach geschätzter Restwert an. Die Bedeutung dieses Restwerts für den Unternehmenswert ist hoch, und so befasst sich auch die Bewertungslehre seit einiger Zeit intensiv damit, was hinter dem Horizont einer jahrgenauren Planung geschehen kann [1]. Dabei sind zwei Stossrichtungen festzustellen: Zum einen wird versucht, durch das Beziehen einiger grob geplanter Jahresscheiben den Einfluss des Restwerts zu reduzieren. Zum anderen setzt man sich mit den Bedingungen eines ewigen Wachstums – Rentabilität und Investitionen – kritisch auseinander. Diese Überlegungen haben mittlerweile auch Eingang in die berufsständischen

Empfehlungen zur Unternehmensbewertung in der Schweiz und Österreich gefunden [2].

Bereits im letzten Update 2019 haben die Autoren darauf hingewiesen, dass die Digitalisierung zu längeren Planungsperioden und unsicheren Restwerten führen wird. Angesichts der Corona-Krise gilt dies umso mehr. Der Kontrollgriff «Investitionen = Abschreibungen?» mag beim Restwert immer noch notwendig sein, ist aber sicher nicht hinreichend. Daher aus aktuellem Anlass einige Hinweise aus Sicht der Bewertungslehre zur praktischen Berechnung und Plausibilisierung von Restwerten.

2.2 Grundfall: Restwert ohne Wachstum. Man betrachte im Grundfall zunächst ein einfaches Zweiphasenmodell (siehe *Tabelle 1*). Die Jahre 1 bis 5 wurden mit Aufwand und Sinn für das Detail modelliert und der Restwert als Abbild des letzten Detailplanungsjahrs fortgeschrieben. Der Restwert entspricht dabei dem ewig kapitalisierten Free Cashflow des letzten Detailplanungsjahrs, also einer ewigen Rente.

Die Fortschreibung des letzten Detailplanungsjahrs ist zwar wenig kreativ, aber mangels Zeit und mangels Alternativen ein in der Praxis häufig beschrittener Weg. Unauffällig ist er noch dazu, da die erwähnte Kontrolle – entsprechen die Investitionen den Abschreibungen oder umgekehrt? – zu einem «Check» führt. Dies ist vernünftig und vereinfacht: Es werden nur Ersatzinvestitionen, ein homogener Anlagenbestand und keine Preissteigerungen angenommen. Ob das plausibel ist, muss im Einzelfall geprüft werden [3].



TOBIAS HÜTTCHE,
 PROF. DR. RER. POL., CVA,
 WIRTSCHAFTSPRÜFER,
 STEUERBERATER (D),
 LEITER INSTITUT
 FÜR FINANZMANAGEMENT,
 HOCHSCHULE FÜR
 WIRTSCHAFT FHNW



FABIAN SCHMID,
 DR. RER. POL., CVA,
 GESCHÄFTSFÜHRER
 UND MITGRÜNDER
 DER WEVALUE AG,
 DOZENT, HOCHSCHULE
 FÜR WIRTSCHAFT FHNW

Tabelle 1: **BESTIMMUNG DES UNTERNEHMENSWERTS MITTELS DCF-METHODE**

DCF-Bewertung (in TCHF)	Detailplanungszeitraum					Restwert
	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	
Umsatz	2500	3000	3500	4000	4500	4500
EBIT-Marge	12%	12%	12%	12%	12%	12%
EBIT	300	360	420	480	540	540
– Steuern (direkt vom EBIT; Steuersatz @ 20%)	–60	–72	–84	–96	–108	–108
= NOPAT	240	288	336	384	432	432
+ Abschreibungen	80	115	90	120	120	120
– Investitionen ins Anlagevermögen (CAPEX)	–70	–150	–80	–110	–120	–120
– Investitionen ins Nettoumlaufvermögen	–20	–25	–20	–15	–20	–20
+/- Veränderung langfristige unverzinsliche Verbindlichkeiten	–	–	–	–	–	–
= Free Cashflow	230	228	326	379	412	412
Diskontierungs-/Barwertfaktor (WACC @ 10%)	0,909	0,826	0,751	0,683	0,621	
Barwert Free Cashflow	209	188	245	259	256	
Restwert per Ende Detailplanungszeitraum (Wachstumsrate @ 0%)						4120

Unternehmenswert per Bewertungsstichtag	
Summe der Barwerte Detailplanungszeitraum	1157
Barwert Restwert	2558
Bruttoundernehmenswert (Entity Value)	3715
– Finanzschulden	–1000
+ Nicht-betriebsnotwendige Vermögenswerte	200
Nettoundernehmenswert (Equity Value)	2915

Ohne Weiteres nicht plausibel ist, bis in alle Ewigkeit von einer Zunahme des Nettoumlaufvermögens (Forderungen, Vorräte usw.) auszugehen. Da sich der Wert im letzten Detailplanungsjahr auf eine Wachstumsrate von 12,5% bezieht (Umsatzzunahme von Planjahr 4 auf Planjahr 5), im Restwert aber eine Wachstumsrate von 0% unterstellt wird, sollten auch die Investitionen ins Nettoumlaufvermögen darauf angepasst und im konkreten Fall auf null gesetzt werden. Folglich wäre im Restwert ein um TCHF 20 höherer Free Cashflow anzusetzen, was den Unternehmenswert um insgesamt TCHF 124 erhöhen würde.

Weiter kritisch zu beurteilen ist, ob ein KMU bis in alle Ewigkeit in der Lage sein wird, eine EBIT-Marge von 12% zu erzielen. Gemäss den Buchhaltungsergebnissen des BFS beläuft sich die mittlere EBIT-Marge von Schweizer KMU auf rund 5%, natürlich stark abhängig von Branche und Geschäftsmodell [4]. Kotierte Schweizer Unternehmen weisen gemäss aktuellen Zahlen (vor Corona) eine durchschnittliche EBIT-Marge von gut 7% auf. Grundsätzlich wird davon ausgegangen, dass Unternehmen allenfalls temporär Übergewinne – also eine über dem Branchenschnitt liegende Marge oder Rendite – erzielen können [5]. Die Kurzlebigkeit von Gewinnerwartungen hat uns gerade die aktuelle Krise wieder vor Augen geführt.

Vor diesem Hintergrund ist auch die für den Restwert unterstellte Marge kritisch zu prüfen. Geht man davon aus, dass ein KMU langfristig gerade noch eine marktübliche

EBIT-Marge um 5% verdient, so hätte dies im vorliegenden Fall zur Folge, dass der EBIT im Restwert lediglich noch TCHF 225 [6] bzw. der Free Cashflow noch TCHF 180 [7] betragen würde. Durch ewige Kapitalisierung dieses Free Cashflow mit dem Kapitalkostensatz von 10% ergibt sich ein Restwert per Ende Detailplanungszeitraum von TCHF 1800. Auf den Bewertungsstichtag zurückgerechnet, hat dies im Vergleich zum ursprünglichen Szenario ein Absinken des Nettoundernehmenswerts von TCHF 2915 auf TCHF 1475 zur Folge. Der ursprüngliche Wert hat sich aufgrund der Margenanpassung im Restwert halbiert.

2.3 Abwandlung: Restwert mit Wachstum. Im abgewandelten Grundfall gehen die Autoren von einer positiven Wachstumsrate aus. Als Schätzer finden sich in der Praxis häufig die Erwartungen zu Inflation, dem allgemeinen Wirtschaftswachstum oder dem bei den Kapitalkosten angenommenen risikofreien Zins. Unternehmensbewertungen sind stets nominelle Rechnungen, auch die Wachstumsrate ist eine nominale Grösse. Bei 0% geht man bei Inflation also von einem realen Schrumpfen des Unternehmens aus.

In Fortführung des Grundfalls nehme man nun eine Wachstumsrate von 2% an, gehe im Restwert aber – wie zuvor dargelegt – von einer marktüblichen EBIT-Marge von nur noch 5% aus und setze die Veränderungen des Nettoumlaufvermögens weiterhin auf null. Der so ermittelte Free Cashflow des ersten Restwertjahrs in Höhe von TCHF 180

würde sich annahmegemäss ewig um 2% p.a. erhöhen. Formelhaft leitet sich dann der Restwert wie folgt her:

$$Restwert_T = \frac{FCF_{T+1}}{WACC-g} = \frac{180}{0,1-0,02} = 2250$$

Im Vergleich zu den Berechnungen im vorangehenden Abschnitt hat sich der Restwert per Ende Detailplanungszeitraum aufgrund der Wachstumsannahme von TCHF 1800 auf TCHF 2250 erhöht, was einer Zunahme von 25% entspricht. Eine auf den ersten Blick harmlos wirkende Wachstumsrate schlägt sich also mit einem enormen Hebel auf den Unternehmenswert durch. Wie plausibel sind nun die angenommenen 2% oder umgekehrt, wie hoch wäre denn eine plausible Wachstumsrate unter den konkret gegebenen Umständen?

Um diese Fragen zu beantworten, kann auf das sogenannte Wertfaktorenmodell zurückgegriffen werden. Dieses bringt die Bedingungen für ein wertgenerierendes Wachstum – Investitionen und eine über den Kapitalkosten liegende Rendite – in einen formelhaften Zusammenhang [8]. Zunächst zögerlich umgesetzt [9], findet es heute – auch auf berufsständische Empfehlung hin – mehr und mehr Anhänger in der Praxis.

Der im Wertfaktorenmodell formelhaft abgebildete Zusammenhang ist intuitiv nachvollziehbar: Um zu wachsen, müssen Unternehmen investieren. Diese Investitionen kosten Geld. Geld, das nicht ausgeschüttet werden kann. Wert schaffen diese Investitionen allerdings nur, wenn das Unternehmen damit eine höhere Rendite erzielt als die Kapitalgeber mit einer Anlage ausserhalb des Unternehmens erzielen würden, wenn also die Rendite der Neuinvestitionen (Return on New Invested Capital, RONIC) über den Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital, WACC) liegt. Nimmt man auf den Neuinvestitionen eine Rendite von 15% an, ergibt sich folgender Restwert:

$$Restwert_T = \frac{NOPAT_{T+1} \times \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC-g} = \frac{180 \times \left(1 - \frac{0,02}{0,15}\right)}{0,1-0,02} = 1950$$

Das tönt nach vielen und unsicheren Annahmen, die obigen Überlegungen erweisen sich jedoch als nützlich: Nimmt man nämlich an, dass das Unternehmen im Restwert allenfalls die Branchenrendite erwirtschaften kann und diese Branchenrendite den Kapitalkosten entspricht, dann schaffen Investitionen keine Werte mehr. Unter diesen – auch hier wieder vernünftigen und vereinfachenden – Annahmen müssen sich Bewertende keine Gedanken über das Zusammenspiel von Wachstumsrate und Investitionen machen, denn die obige Formel lässt sich vereinfachen auf:

$$Restwert_T = \frac{NOPAT_{T+1}}{WACC} = \frac{180}{0,1} = 1800$$

Die Restwerte sind nun in beiden Fällen – mit und ohne Wachstum – identisch, was unmittelbar einsichtig ist, da eben Wachstum unter der getroffenen Annahme keinen Wertbeitrag liefert.

Ob dies im Einzelfall plausibel ist, muss geprüft werden. Wohl ist es denkbar und auch praktisch der Fall, dass Unternehmen dauerhaft über ihren Kapitalkosten rentieren können. Dies setzt aber eine technologische Monopolstellung voraus (Facebook, Google), Innovationskraft (Novartis, Roche) oder einen starken und rechtlich geschützten Markenkern (Nestlé). Bei einem KMU wird dies wohl eher selten anzutreffen sein.

Man betrachte an dieser Stelle nur den Restwert. Der Frage, wie der Übergang von der Detailplanung zum Restwert modelliert werden kann, gehen die Autoren in einem späteren Beitrag nach.

3. ENTWICKLUNGEN IN DER BEWERTUNGSPRAXIS

3.1 Kapitalkosten in der Krise. Kapitalkosten stellen neben den Free Cashflows den zweiten Haupttreiber des Unternehmenswerts dar. Die Bestimmung dieser Kosten stellt Bewertende insbesondere im KMU-Umfeld, wo die Parameter im Vergleich zu kotierten Unternehmen nicht direkt beobachtbar bzw. messbar sind, immer wieder vor grössere Herausforderungen. Kapitalkosten lassen sich grundsätzlich – und je nach Bewertungsanlass und -zweck – subjektiv oder marktbasierend herleiten. Als Grundsatz gilt, dass nur Risiken in den Kapitalkosten berücksichtigt werden sollten, die sich durch den Anteilseigner nicht diversifizieren lassen. Es sind dies die sogenannten Marktrisiken, die mehrere Firmen gleichzeitig betreffen. Die Corona-Krise stellt beispielsweise ein solches Marktrisiko dar.

Expertsuisse hat im aktuellen Treuhand-Almanach 2020, dem Jahrbuch für das Schweizer Treuhandwesen, neu auch Empfehlungen zur Kapitalkostenbestimmung von KMU gegeben. Nachfolgend sollen diese mit aktuellen Marktdaten untermauert und die dahinterstehenden Überlegungen transparent gemacht werden. Vor diesem Hintergrund ebenfalls diskutiert werden mögliche Auswirkungen von Corona.

Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) gilt als das Standardmodell zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten. Nach diesem lassen sich die Eigenkapitalkosten wie folgt herleiten [10]:

$$r_{EK} = r_f + \beta \times (r_M - r_f)$$

wobei:

r_{EK} = Eigenkapitalkosten

r_f = Risikoloser Zinssatz

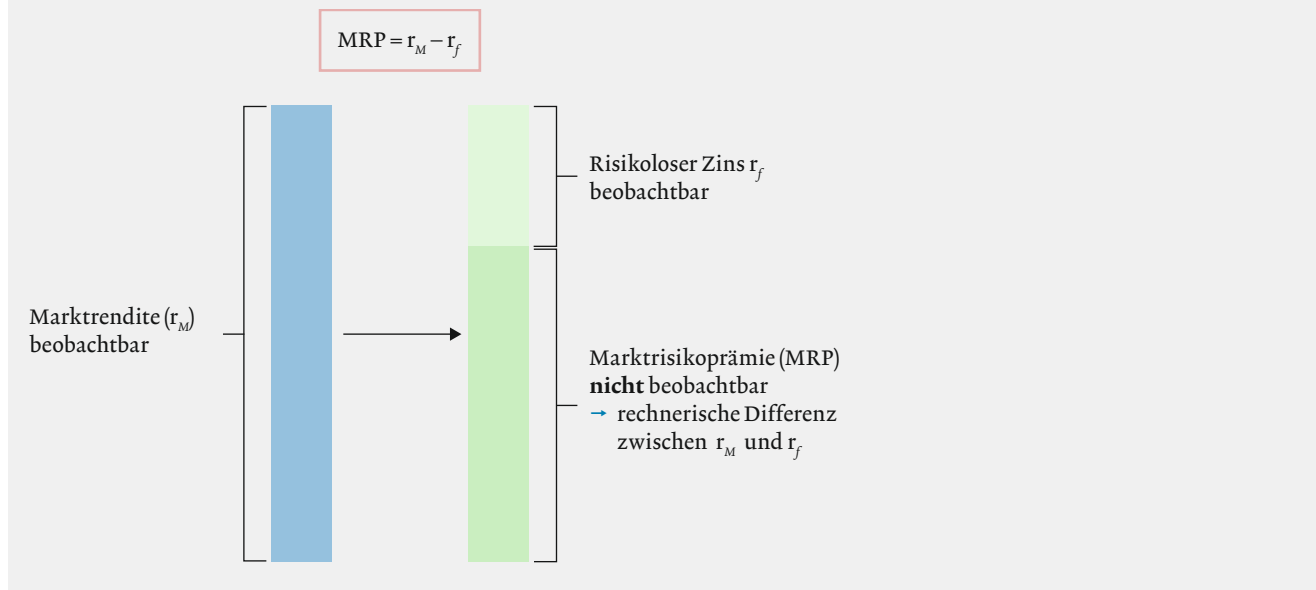
β = Beta

r_M = Rendite des Markts

$(r_M - r_f)$ = Marktrisikoprämie (MRP)

3.2 Markttrendite, risikoloser Zinssatz, Marktrisikoprämie. Im Zuge der expansiven Geldpolitik – die aufgrund von Corona wohl noch andauern dürfte – und der damit verbundenen Negativzinsen stellt sich insbesondere die Frage, in welcher Höhe der risikolose Zinssatz und die Marktrisikoprämie bei Bewertungen angesetzt werden soll. Da Unternehmenswertungen typischerweise eine unendliche Lebensdauer unterstellen, sollten folglich auch die einzelnen

Abbildung 1: ABLEITUNG DER MARKTRISIKOPRÄMIE AUSGEHEND VON DER MARKTRENDITE



Parameter aus einer langfristigen Optik bestimmt werden. Zudem gilt es, festzuhalten, dass lediglich der risikolose Zinssatz und die Markttrendite beobachtet werden können und die Marktrisikoprämie eine aus diesen beiden Parametern abgeleitete Grösse darstellt (siehe *Abbildung 1*) [11].

Die Herausforderung bei der Bestimmung dieser Kapitalkostenbausteine besteht darin, dass wir eigentlich zukünftige Grössen suchen, diese jedoch nur auf Basis vergangener oder aktueller Daten bestimmen können. Einen Anhaltspunkt stellt die jährlich aktualisierte Studie der Banque Pictet dar, in welcher die am Schweizer Aktienmarkt durchschnittlich realisierte Rendite seit 1926 gemessen wird (siehe *Abbildung 2*) [12].

Es fällt auf, dass trotz des im Zeitablauf deutlich gesunkenen risikolosen Zinses die durchschnittlich erzielbare Markttrendite relativ konstant blieb, in einem Korridor von 7,5% bis 8,8%. Auch in der Finanz-/Eurokrise und den Jahren danach hat sich die langfristige Markttrendite nur unmerklich verändert. Während Krisen in einzelnen Jahren zwar schmerzliche Verluste bescherten, – als Beispiel sei das Jahr 2008 angefügt, in welchem der Schweizer Aktienmarkt 34% verloren hat – folgen darauf häufig Jahre mit überdurchschnittlich hohen Gewinnen – als Beispiel seien die Jahre 2009, 2013 und 2019 angefügt, in welchem der Aktienmarkt je zwischen 23% und 31% zugelegt hat.

Wenn nun die erzielbare Markttrendite in ihrer Höhe relativ konstant ist, der risikolose Zinssatz jedoch immer tiefer bzw. negativer wird, so ist unschwer zu erkennen, dass die Differenz zwischen diesen beiden Grössen, die sogenannte Marktrisikoprämie, entsprechend ansteigt. Dies kommt in *Abbildung 2* deutlich zum Ausdruck. Befand sich die Marktrisikoprämie vor 20 Jahren noch bei gut 4%, beträgt sie heute mit knapp 8% fast doppelt so viel. Entscheidend bei einer Bewertung ist nun also weniger, wie hoch die beiden Grössen – risikoloser Zinssatz und Marktrisikoprämie – isoliert betrachtet angesetzt werden, sondern dass die beiden Grössen

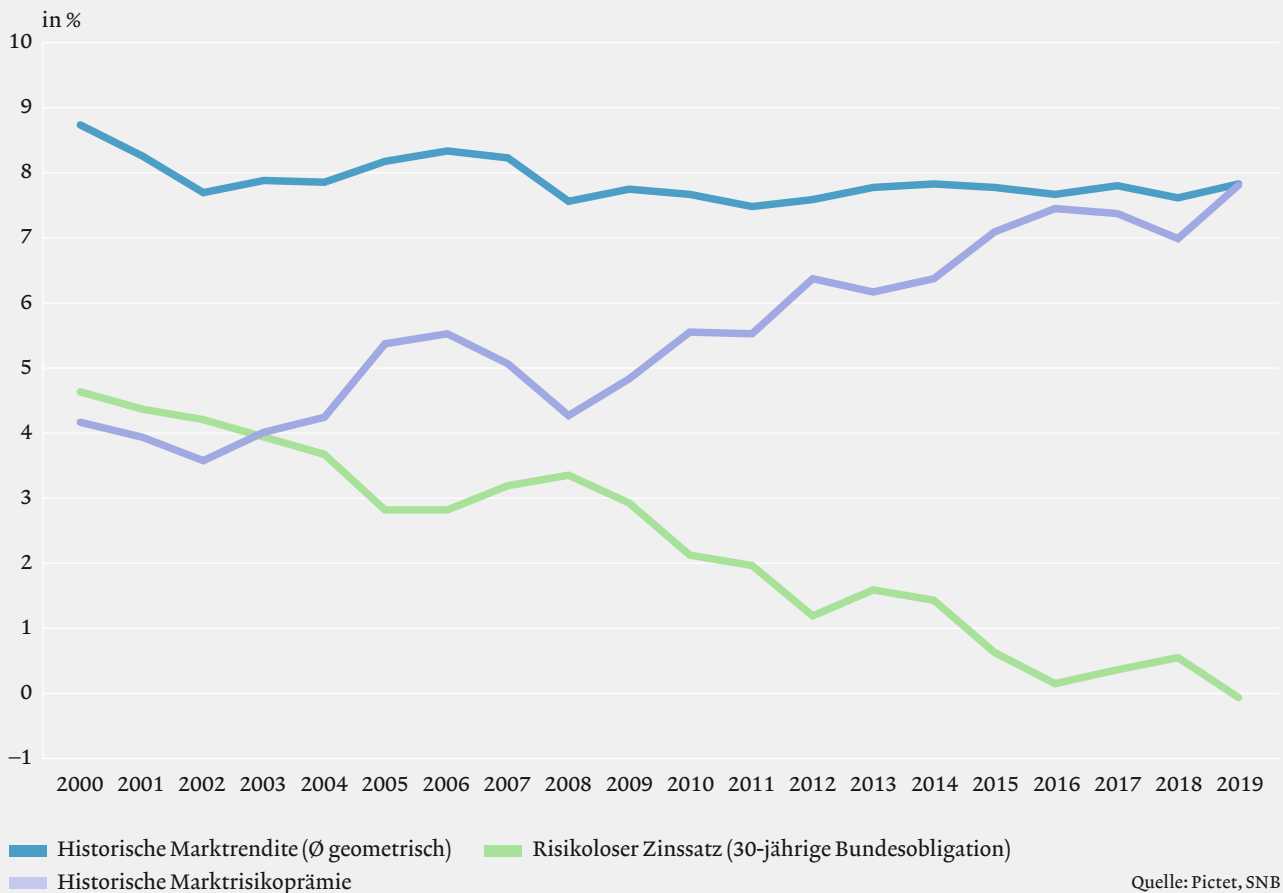
zusammenpassen, d. h. deren Summe der langfristig erwarteten Markttrendite entspricht. Dennoch dürfte es in Anbetracht einer sich wohl irgendwann abzeichnenden Inflation wenig sinnvoll sein, bis in alle Ewigkeit von einem derzeit beobachtbaren negativen Zinsniveau auszugehen.

Eine mögliche Kritik an diesem «Pictet-Ansatz» besteht darin, dass vergangene Renditen möglicherweise keine geeignete Referenzgrösse für zukünftig erwartete Renditen darstellen. Als Ausweg bieten sich statistische Messverfahren an, welche die Renditen anhand zukünftig erwarteter Dividendenzahlungen, Wachstumsraten und aktueller Aktienkurse implizit ableiten. Faktisch wird die Rendite (= Eigenkapitalkosten) gesucht, welche durch Diskontierung der zukünftigen Dividenden – unter Berücksichtigung eines (ewigen) Wachstums – zum heute beobachtbaren Aktienkurs führt. Eine solche Studie zu impliziten Markttrenditen und Marktrisikoprämien sei in *Abbildung 3* beispielhaft dargestellt [13].

Auch bei diesem Messverfahren fällt auf, dass die implizit erwartete Markttrendite im Zeitablauf relativ konstant ist und sich zwischen 6,8% und 8,2% bewegt. Die erwartete Markttrendite, der risikolose Zinssatz und die Marktrisikoprämie stellen letztlich – unabhängig vom Messverfahren – geschätzte Grössen dar. Es bedarf also zwingend einer eigenen Einschätzung des Bewertenden. Nichtsdestotrotz dürften sowohl historische wie auch implizite Studien derzeit Marktrisikoprämien für die Schweiz zwischen 6% und 8% nahelegen. EY empfehlen in ihren Valuation Market Essentials Switzerland beispielsweise die Verwendung einer Marktrisikoprämie von 6,5% [14].

Fernandez et al. machen jährlich eine weltweite Umfrage bei CFOs. Die Resultate zeigen, dass in der Schweiz durchschnittlich eine Marktrisikoprämie von 6,1% verwendet und beim risikolosen Zins auf einen historischen bzw. normalisierten Durchschnittssatz von 1,4% abgestützt wird [15]. In der Summe entspricht dies einer erwarteten – und mit den

Abbildung 2: **HISTORISCHE MARKTRENDITE, RISIKOLOSER ZINSSATZ UND HISTORISCHE MARKTRISIKOPRÄMIE FÜR DIE SCHWEIZ**



vorgängig präsentierten Analysen (siehe *Abbildungen 2 und 3*) konformen – Marktrendite von 7,5%.

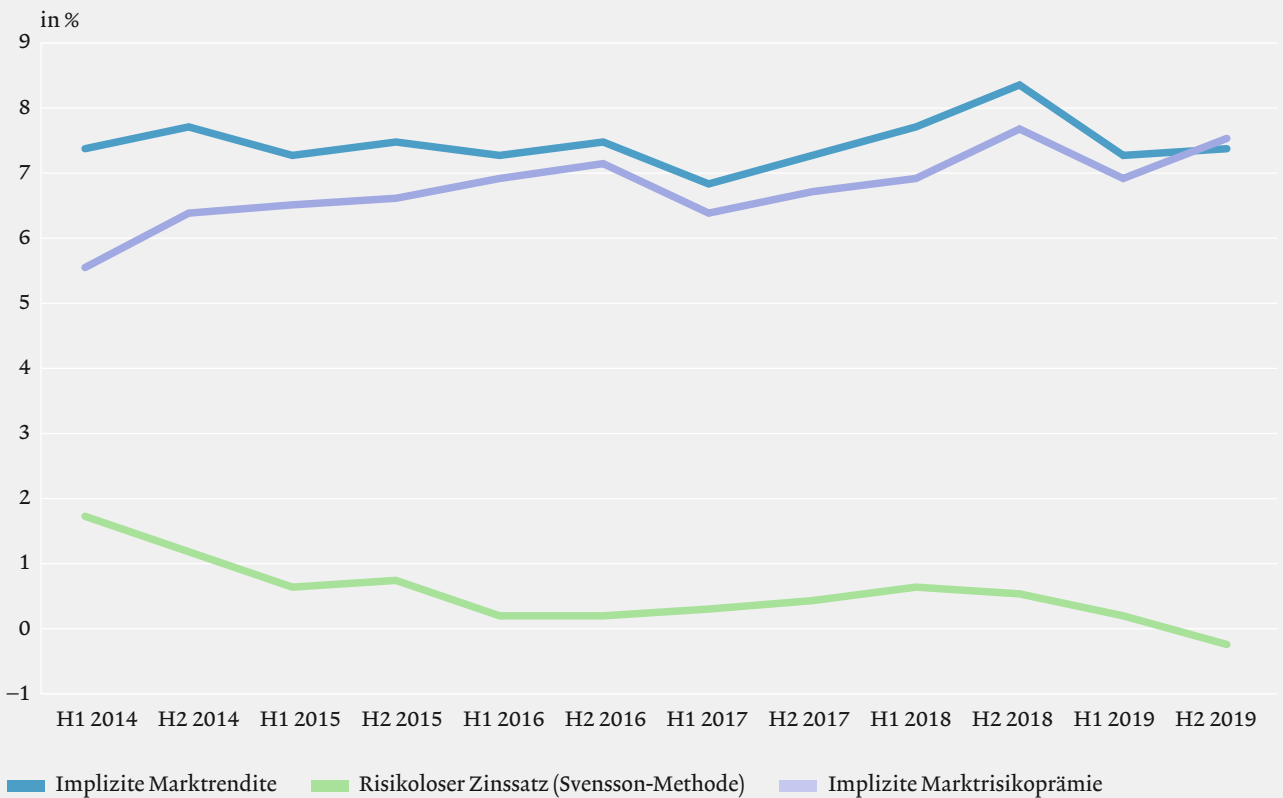
Ob und inwiefern sich die Corona-Krise auf die Kapitalkostenparameter auswirken wird, wird sich weisen. Denkbar wäre, dass sich aufgrund der erhöhten Unsicherheit und der gesunkenen Aktienkurse die implizite Marktrendite bzw. Marktrisikoprämie kurzfristig erhöht. Ob dies jedoch langfristig Bestand hat – und das ist bei Unternehmensbewertungen letztlich die entscheidende Frage – bleibt zu bezweifeln. Krisen hat es schon immer gegeben, sie heissen einfach jedes Mal anders bzw. haben einen anderen Auslöser.

3.3 Beta. Wie hoch die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens ausfallen, hängt nicht nur vom risikolosen Zinssatz und der angenommenen Marktrisikoprämie ab, sondern insbesondere auch vom unterstellten Betafaktor. Dieser drückt aus, wie stark eine Unternehmung von allgemeinen Marktschwankungen abhängt, sprich wie hoch das systematische Risiko ist. Der Betafaktor lässt sich in der Praxis über einen Vergleich der Renditen einer Aktie mit der Marktrendite messen oder bequem im Internet ablesen. Da für KMU keine Aktienrenditen beobachtbar sind, stützt man sich in der Regel auf Betafaktoren einer Gruppe vergleichbarer, börsenkotierter Unternehmen (Peergroup) oder zieht ein durchschnittliches Branchenbeta bei.

Obwohl Betafaktoren marktbasierend gemessen werden, hängt das systematische Risiko einer Unternehmung letztlich von drei fundamentalen Faktoren ab:

1. Zyklizität der Umsätze (Umsatzschwankungen)
2. Operativer Leverage (Kostenstruktur)
3. Finanzieller Leverage (Kapitalstruktur)

Abbildung 3: **IMPLIZITE MARKTRENDITE, RISIKOLOSER ZINSSATZ UND IMPLIZITE MARKTRISIKOPRÄMIE FÜR DIE SCHWEIZ**



Quelle: Value Trust

Je stärker die Umsätze im Vergleich zum Gesamtmarkt schwanken, je mehr Fixkosten eine Unternehmung hat und auf je mehr Fremdkapital eine Unternehmung zurückgreift, desto höher ist das Risiko und desto höher sollte folglich der Betafaktor sein.

Auch nach Corona wird das durchschnittliche, marktwertgewichtete Beta für den Gesamtmarkt bei 1,0 liegen. Hingegen dürfte es bei einzelnen Unternehmen bzw. in einzelnen Branchen zu deutlichen Verschiebungen kommen. Für Unternehmen, die von heute (vor dem Lockdown) auf morgen (nach dem Lockdown) einen beinahe kompletten Umsatzeinbruch erleiden (z. B. Restaurants, Tourismus) und trotz Kurzarbeitsentschädigung auf Fixkosten sitzen bleiben, dürften höhere Betafaktoren als vor der Krise die Folge sein. Unternehmen, die sich in der gegenwärtigen Krise als robust erweisen und umsatz- und gewinnmässig möglicherweise sogar zulegen können (z. B. Apotheken/Drogerien, Metzgereien), dürften eher eine Risikoreduktion erfahren.

Wie sich Corona auf die Betafaktoren auswirken wird, ist also stark unternehmens- bzw. branchenabhängig. Insofern braucht es auch hier eine fundierte Einschätzung durch den Bewertenden. Dies insbesondere deshalb, weil Betafaktoren in der Regel vergangenheitsorientiert abgeleitet werden und sich Krisen erst verzögert in diesem Risikofaktor niederschlagen. Wie im Treuhand-Almanach empfohlen und auch u. a. von Damodaran empirisch bestätigt, dürften sich die Be-

tafaktoren typischerweise in einer Bandbreite von 0,5 bis 1,5 bewegen [16].

Setzt man die einzelnen Bausteine des CAPM – risikoloser Zinssatz, Marktrisikoprämie und Beta – nun zusammen und berücksichtigt zudem eine für KMU in der Schweiz grundsätzlich akzeptierte Grössen- bzw. Illiquiditätsprämie (Small-Cap-Prämie) von 3% bis 5%, so dürften gemeinhin Eigenkapitalkosten zwischen 8% und 17% resultieren (vgl. Tabelle 2).

4. ENTWICKLUNGEN IN DER RECHTSPRECHUNG

4.1 Wieder einmal: Praktikerverfahren vs. DCF-Methode.

Das Bundesgericht hat mit Urteil vom 1. März 2019 (2C_190/2019) die Beschwerde eines Steuerpflichtigen abgewiesen, der beantragt hatte, die von der Vorinstanz angeordnete Unternehmensbewertung auf einen anderen Stichtag als vorgesehen durchzuführen [17].

Anlass war eine missglückte Nachfolgeregelung: A – der spätere Kläger – wurde 2001 von der B AG mit dem Ziel ange stellt, die Gesellschaft zu übernehmen. Darauf kam es zum Konflikt zwischen A und der B AG und schliesslich 2004 zur Trennung. Beide Parteien schlossen einen Vergleich, nach dem A bereits erhaltene Aktien rückübertragen und «in Abgeltung sämtlicher Ansprüche» eine Zahlung von CHF 4 Mio. erhalten sollte.

Zwischen A und der Steuerverwaltung wurde in der Folge darüber gestritten, ob die Zahlung von CHF 4 Mio. steuer-

pflichtig (so die Ansicht der Steuerverwaltung) oder darin auch ein steuerfreier Kapitalgewinn aus der Veräusserung der Aktien enthalten sei (so die Ansicht von A). Die Einsprache von A wurde nur teilweise gutgeheissen, die dagegen gerichtete Beschwerde vom Verwaltungsgericht des Kantons Schwyz am 27. Februar 2013 abgewiesen. Das Bundesgericht sah es hingegen anders. Mit Urteil vom 2. Februar 2014 (2C_368/2013 und 2C_369/2013) entschied es u. a., dass der Verkehrswert der übertragenen Aktien zum Zeitpunkt des Vergleichsabschlusses (also dem 15. November 2005) als steuerfreier Kapitalgewinn zu betrachten wäre (E. 6.2.2). Das Bundesgericht gab nun der Steuerverwaltung auf, den Aktienwert zu ermitteln.

Die Steuerbehörde berechnete sodann den Verkehrswert der nicht kotierten Aktien aus dem arithmetischen Mittel von Ertragswert und Substanzwert und nicht in Anwendung der Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer (Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2018). Begründet wurde dies mit der ständigen Praxis der Steuerverwaltung, in Fragen der Einkommens- und Gewinnsteuern von der Wegleitung abzuweichen. Dabei wurde der Ertragswert auf Basis der Jahre 2003 bis 2005, der Substanzwert auf den 31. Dezember 2005 ermittelt (zur Erinnerung, das Bundesgericht legte den 15. November 2005 als Bewertungsstichtag fest). Gegen diese Bewertung legte der Steuerpflichtige erneut Beschwerde ein und verlangte die Anwendung der Wegleitung und die doppelte Gewichtung des Ertragswerts, u. a. mit dem Argument, dass der Ertragswert generell der überlegene Wertansatz sei.

Dies wurde mit der einschlägigen Lehrmeinung belegt, und es wurde versucht, dies mit einer eigenen Bewertung noch zu verstärken. Präsentiert wurde allerdings ein das Gericht wenig überzeugender Wert, ermittelt auf den 31. Dezember 2004, als «reiner» Ertragswert – also im Grunde ein fortgeschriebener, bereinigter Gewinn – aus der Jahresrechnung 2002. Dies wurde damit begründet, dass die Jahresrechnungen 2003 und 2004 zum damaligen Zeitpunkt nicht existierten und es an Grundlagen für die Anwendung der DCF-Methode mangelte.

Das Argument überzeugte das Verwaltungsgericht des Kantons Schwyz nicht (Urteil vom 21. Januar 2019 – VGE II

208 3), welches die Skepsis der Steuerverwaltung gegenüber zukunftsorientierten Verfahren teilt. Dies ist bedauerlich, aber nicht unerwartet. Überraschend ist jedoch, dass das Gericht einen Fehler der Steuerverwaltung zu erkennen meint: Diese wäre von den falschen Geschäftsjahren ausgegangen, denn das Unternehmen sei auf den 31. Dezember 2004 zu bewerten. Zur Erinnerung: Es war eine Bewertung auf den Zeitpunkt des Vergleichs (also den 15. November 2005) verlangt.

Entsprechend legte A gegen das Urteil wiederum Beschwerde ein und beantragte eine Bewertung auf den 15. November 2005. Wie oben erwähnt, wurde diese Beschwerde vom Bundesgericht als unzulässig zurückgewiesen.

Dass die Steuerverwaltung eigene Bewertungen nur mit Bordmitteln – also den ihr vorliegenden Jahresrechnungen – erstellen kann, ist einsehbar. Dass sie damit die Vergangenheit schematisch fortschreibt, ist methodisch fragwürdig, muss aber mangels gangbarer Alternativen wohl akzeptiert werden. Das Verwaltungsgericht baut auf dieser Logik auf und führt sie konsequent (und falsch) weiter: Da die Unternehmensbewertung auf der Jahresrechnung beruht und → diese erst zum 31. Dezember 2004 vorliegt, muss seiner Ansicht nach → auch das Unternehmen auf diesen Tag bewertet werden. Das Gericht macht aber auch deutlich, dass es Sache des Steuerpflichtigen ist, «den Beweis dafür anzutreten, dass (und inwiefern) die Bewertung ... im konkreten Fall zu keinem sachgerechten Ergebnis führt» (E. 4). Es hat sich insbesondere daran gestossen, dass es den vorgelegten Gutachten an einer «klaren und nachvollziehbaren Beschreibung der getroffenen Annahmen» mangelte (E. 4.2). Insbesondere wurde nicht explizit dargetan, dass die Praktikermethode «zu keinem adäquaten Ergebnis führt», sondern dies wurde «lediglich in allgemeiner Weise» geltend gemacht (4.3).

Will man die Steuerverwaltung und Gerichte mit zukunftsorientierten Verfahren überzeugen, gilt es also genau hier anzusetzen: Praktikermethoden führen nur bei einfachen und stabilen Verhältnissen zu sachgerechten Werten, die wir gerade in den heutigen turbulenten Zeiten eben nicht haben.

Eine DCF-Bewertung ist weder Wissenschaft noch Kunst, sondern solides Handwerk, das beherrscht werden kann (und muss). Gut gemacht, sauber dokumentiert und transparent gerechnet, wird dies auch die Steuerverwaltung und Gerichte überzeugen können.

4.2 Blut ist dicker als Wasser. Der Sachverhalt erinnert an eine Vorabendserie: A und B sind → Geschwister und → Aktionäre der C AG. B will gemeinsam mit einem weiteren Investor die Aktien von A übernehmen, wozu 2009 eine Unternehmensbewertung in Auftrag gegeben wird. Jahre später vermutet A – warum, geht aus dem Sachverhalt nicht hervor – eine zu tiefe Bewertung und wird in seinem Gefühl durch die Analyse eines Sachverständigen im Juli 2016 bestätigt.

Im Dezember 2016 erstattet A Strafanzeige wegen Betrugs gegen seinen Bruder B. Die Staatsanwaltschaft nimmt das Verfahren nach einer ersten Verfügung des Obergerichts

Tabelle 2: **EMPFEHLUNGEN ZU DEN EIGENKAPITALKOSTEN BEI UNTERNEHMENSBEWERTUNGEN**

Parameter	von	bis
Risikofreier Zins	2,00%	0,00%
Marktrisikoprämie	6,00%	8,00%
Beta verschuldet (levered)	0,5	1,5
Beta unverschuldet (unlevered)	0,3	1,5
Small-Cap-Prämie	3,00%	5,00%
Eigenkapitalkosten (je nach Branche und Kapitalstruktur)	8,00%	17,00%

Quelle: Treuhand-Almanach 2020

nicht an die Hand. Die dagegen gerichtete Beschwerde von A weist das Obergericht ebenfalls ab. Das Bundesgericht bestätigt mit Urteil vom 4. April 2019 (BGer 6B_5/2019) diese Auffassung. Grund für die Abweisung der Beschwerde ist der Fristablauf: Ein Betrug zum Nachteil eines Angehörigen wird nur auf Antrag verfolgt (Art. 146 Abs. 3 i. V. m. Art. 110 Abs. 1 StGB). Dieses Antragsrecht erlischt nach Ablauf von drei Monaten. Die Frist beginnt an dem Tag, an dem der anspruchsberechtigten Person der Täter bekannt wird, was auch die Kenntnis der Straftat – hier eine wissentlich falsche Unternehmensbewertung – voraussetzt. Im vorliegenden Fall wurde die Frist nach Ansicht des Bundesgerichts mit Kenntnisnahme der Analyse im Juli 2016 in Lauf gesetzt und der Anspruch im Dezember 2016 bereits verwirkt.

Was ist daraus zu lernen? Bestehen Zweifel an einer Unternehmensbewertung, empfiehlt es sich, rasch eine Zweitmeinung einzuholen. Als «falsch» wird eine Unternehmensbewertung jedoch nur bei handwerklichen Fehlern gelten können, also Rechen-, Verknüpfungs- oder Formelfehlern. Die weitere Einstellung eines insoweit «richtigen» Finanzmodells über Planung, Kapitalkosten und Restwert kann dann allenfalls unplausibel sein. Ob bei einem richtig gerechneten und plausiblen Modell wesentlich andere Werte herauskommen, bleibt abzuwarten. Die – privatempirische – gutachterliche Erfahrung zeigt, dass auch hier das Gesetz der grossen Zahl gilt: Viele Fehler gleichen sich mitunter aus und auch ungewöhnliche Berechnungen führen zuweilen zu ganz ähnlichen Werten, wie eine sachgerechte Bewertung.

4.3 Arbeitgeberbeitragsreserven und Bewertung. In einer güterrechtlichen Auseinandersetzung ging es u. a. um die Frage, ob und inwieweit eine Arbeitgeberbeitragsreserve (AGBR, Art. 81 Abs. 1 BVG) bei der Bewertung von Aktien zu berücksichtigen sei, die Teil der Errungenschaft waren. Die Vorinstanzen stützten sich dabei auf den Steuerwert der Gesellschaft, der nach der im Kreisschreiben Nr. 28 (KS 28) beschriebenen Variante der Praktikermethode berechnet wurde.

Die ausgleichsberechtigte Partei führte nun an, dass durch «Parkieren» von Mitteln in den AGBR der Wert der Aktien eines Unternehmens geschmälert werden könne, ohne den Vorsorgeausgleich zu erhöhen. In der an das Bundesgericht gerichteten Beschwerde wurde u. a. beantragt, den Wert der Aktien gutachterlich feststellen zu lassen. Der Beschwerdegegner führte hingegen an, dass es sich bei AGBR «aufgrund der Zweckgebundenheit ... (um) keine stillen Reserven im eigentlichen Sinne» handeln würde.

Das Bundesgericht wies mit Urteil vom 11. Dezember 2019 (5A_130/2019) die Beschwerde, hinsichtlich der Bewertungsfrage mit dem Hinweis ab, dass gemäss KS 28 Vorauszahlungen und andere ausserordentliche Zuwendungen an Perso-

nalvorsorgeeinrichtungen bei der Berechnung des Ertragswerts zu berücksichtigen seien.

Dazu ist Folgendes festzustellen: AGBR sind – soweit sie nicht in der Bilanz aktiviert wurden – stille Reserven im bilanzrechtlichen Sinne. Aus Sicht der Unternehmensbewertung sind stille Reserven in zweifacher Hinsicht relevant: Soweit diese das operative Geschäft betreffen, sind ihre Bildung, Auflösung und die steuerlichen Folgen bei der Vergangenheitsanalyse und der Planung zu berücksichtigen. Soweit stille Reserven im nicht betriebsnotwendigen Vermögen enthalten sind, sind diese auf einer Nach-Steuer-Basis dem Unternehmenswert zuzuschlagen.

Das Praktikerverfahren berücksichtigt AGBR, sofern die Bildung in dem für die Berechnung des Ertragswerts relevanten Referenzzeitraum erfolgte und auch dann nur vollständig, wenn korrespondierend nicht nur der Erfolg erhöht, sondern auch ein entsprechendes Aktivum für die Berechnung des Substanzwerts erfasst wird. Welche Steuereffekte in Zukunft zu erzielen wären – und allein das ist theoretisch und richtigerweise wertrelevant – bleibt in jedem Fall aussen vor.

Bei der DCF-Methode werden die zum Bewertungsstichtag gebildeten AGBR gesondert erfasst und dem Unternehmenswert zugeschlagen. Es sind ja im Grunde ersparte Ausgaben für die künftige Personalvorsorge, die mit ihrem Nettobetrag, also nach Steuern, wie das nicht betriebsnotwendige Vermögen wertrelevant sind. Ist nach dem Bewertungsstichtag die weitere Bildung oder auch die Verwendung von AGBR konkret geplant, muss dies in der Planung berücksichtigt werden. Bei objektivierten Werten zukünftig die steueroptimale Nutzung der Möglichkeiten zu unterstellen, führt sicherlich zu weit. Auch mindern AGBR mögliche Konkursrisiken, allerdings werden die Auswirkungen auf die Kapitalkosten zu vernachlässigen sein.

Mit Blick auf das Urteil ist also festzustellen, dass die Meinung, dass das Praktikerverfahren AGBR nicht vollständig berücksichtigt, nicht grundsätzlich falsch sein muss. Allerdings hätte diese Ansicht genauer begründet werden müssen. Auch das Bundesgericht hat das «nicht hinreichend detaillierte» Vorbringen gerügt. Mit welchen Argumenten das in vergleichbaren Fällen gelingen kann, wurde vorstehend dargestellt.

5. FAZIT

Die Lehre, die Praxis und die Rechtsprechung sorgen für Dynamik bei Unternehmensbewertungen. Ruhiger wird es nicht werden, im Gegenteil, sorgt gerade die aktuelle Krise für mehr Unsicherheit. Mit diesem, wie dem ergänzenden Beitrag zur Unternehmensbewertung in Zeiten des Virus, wollen die Autoren Orientierung bieten. Die Lösung des Einzelfalls bleibt im Ermessen des Bewertenden. ■

Anmerkungen: **1)** Vgl. nur Cheridito, Y., Schneller, T., Der Residualwert in der Unternehmensbewertung, in: Der Schweizer Treuhänder 2004/09, S. 735–741; Stellbrink, J., Der Restwert in der Unternehmensbewertung, Dissertation, Düsseldorf 2005; Meitner, M., Der Terminal Value in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller, V., (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne/Berlin, 7. Auflage 2019, S. 711–761. **2)** Vgl. Expert-suisse, Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), Rn. 100; Kammer der Wirtschaftstreuhänder, Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Grobplanungsphase und zur Rentenphase (Terminal Value), Stand 4. November 2015, Rn. 23 ff. Das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland äussert sich dazu jedenfalls im IDW-Standard Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1 i. d. F. 2008) nicht explizit. **3)** Vgl. Hüttche, T., Meier-Mazzucato, G., Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, Expert-suisse, Zürich 2018, S. 103 f. **4)** Vgl. Bundesamt für Statistik (BFS), Buchhaltungsergebnisse schweizerischer Unternehmen Geschäftsjahre 2016–2017, Neuchâtel 2019. **5)** Grundlegend und stellvertretend Stigler, G. J., Capital and rates of return in manufacturing industries, National Bureau of Economic Research, Princeton 1963. **6)** $\text{Umsatz (4500)} \times \text{EBIT-Marge (5\%)} = \text{EBIT (225)}$. **7)** $\text{EBIT (225)} - \text{Steuern (20\%)} = \text{NOPAT (180)} + \text{Abschreibungen (120)} - \text{Investitionen ins Anlagevermögen (120)} = \text{Free Cashflow (180)}$. Die Veränderung des Nettoumlaufvermögens wurde wie zuvor auf null gesetzt. **8)** Vgl. Hüttche, T., Meier-Mazzucato, G., Unternehmensbewertung von KMU, Expert-suisse, Zürich 2018, S. 103 ff.; Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., Valuation: Measuring and managing the value of companies, Wiley, 6. Auflage 2015, S. 247–268; Higgins, R. C., How much growth can a firm afford, Financial Management 6/3 1977, S. 7–16. **9)** So Cheridito, Y., Schneller, T., Der Residualwert in der Unternehmensbewertung, in: Der Schweizer Treuhänder 2004/9, S. 738. **10)** Vgl. Schmid, F., Hüttche, T., Bestimmung der Kapitalkosten in der Praxis, in: Expert Focus 2019/4, S. 268 ff. **11)** Vgl. Zwirner, C., Zimny, G., Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung – Spannungsfeld zwischen Theorie, Rechtsprechung und Praxis, in: Betriebs-Berater 2019/4, S. 171 f. **12)** Vgl. Pictet, Update der Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926–2019), 2020. **13)** Vgl. Value-Trust, DACH Capital Market Study December 31 2019, 2020, S. 23. **14)** Vgl. EY, Valuation Market Essentials Switzerland as of Q1 2020, 2020. **15)** Vgl. Fernandez, P., de Apellániz, E., Acín, J., Survey: Market risk premium and risk-free rate used for 81 countries in 2020, 2020, IESE Business School. **16)** Vgl. Hüttche, T., Schmid, F., Update Unternehmensbewertung, Expert Focus 2019/6–7, S. 518 ff.; Damodaran Online, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. **17)** Die Besprechung dieses Falls erfolgte erstmals in Rechnungs-wesen & Controlling, 2019/4, S. 41 f.