

# Kapitalkosten Kreisschreiben 28: Und sie bewegen sich doch...

*Von den hohen Corona-Wellen fast verdeckt, hat sich bei der steuerlichen Bewertung nicht kotierter Wertschriften Bemerkenswertes getan. Bereits mit Wirkung für die Bewertungen auf den 01.01.2021 hat die Steuerverwaltung die Methodik zur Berechnung von Kapitalkosten angepasst.*

**wevalue AG, 13.04.2021**

## Illiquiditätszuschlag

Neben einer überarbeiteten Ableitung des risikofreien Zinssatzes und der Risikoprämie wird inskünftig auch die Illiquidität der Anteile nicht kotierter Anteile berücksichtigt: «Zwecks Berücksichtigung der Illiquidität, wird die Summe der beiden ungerundeten Prozentsätze risikoloser Zinssatz und Risikoprämie um 17.65% erhöht» ([Rz. 10](#)). Dies entspricht, sofern sich Ertrags- und Substanzwert vor dem Zuschlag auf den Kapitalisierungszins entsprechen, einem Abschlag von 10% auf den gesamten Anteilswert.

## Beispiel

Zu kapitalisierender Ertrag 1'000, Kapitalisierungszins (alt) 7.00%, Ertragswert 14'286, Substanzwert in derselben Höhe angenommen (14'286), ergibt einen Anteilswert von 14'286. Berücksichtigt man nun die Illiquidität mit einer Erhöhung um 17.65%, ergibt sich ein neuer Kapitalisierungszins von 8.24% ( $7.00\% \times 1.1765$ ), ein neuer Ertragswert von 12'136 und – bei unverändertem Substanzwert – ein Anteilswert von 12'853 (2/3-Gewichtung Ertragswert und 1/3-Gewichtung Substanzwert).

## Ausstrahlungskraft

Das Kreisschreiben (KS) 28 ist zwar dem Namen nach nur für die Vermögenssteuer relevant, strahlt aber in Tat und Wahrheit darüber hinaus und wird gemeinhin als verschriftliche Fassung des Praktikerverfahrens aufgefasst. Schliesslich ist die Illiquidität von KMU-Anteilen auch bei der Unternehmensbewertung mit DCF-Verfahren zu berücksichtigen. Die Festlegung der Steuerverwaltung hat also Signalwirkung über den eigentlichen Sachverhalt hinaus.

## Öffnet dies Tore für weitere Zuschläge?

Dem Grunde nach ist dies zu begrüssen, denn die Illiquidität wird gemeinhin als der wesentliche Grund für Renditeunterschiede zwischen kotierten und nicht kotierten

Unternehmen gesehen. Allerdings wird damit auch deutlich gemacht, dass für weitere und in der Praxis verbreitete Zuschläge (bspw. «Key Person Risk») kein Platz sein wird. Diese Risiken sind allein «über dem Strich», also bei den finanziellen Überschüssen, zu berücksichtigen.

## Bandbreite der Illiquiditätsprämie

Der Höhe nach liegt der Zuschlag mit aktuell 1.24% am unteren Rand der berufsständischen Empfehlungen und aktuellen [Untersuchungen für die Schweiz](#), die eine Bandbreite von 3 bis 6% auf den Eigenkapitalkosten sehen. Das der Änderung des KS 28 zugrundeliegende [Gutachten der Universität Zürich](#) weist daher auch darauf hin, dass «empirische Studien eine grosse und systematische Variabilität der Abschläge gezeigt haben; der einheitliche Satz ist also nicht als «der richtige» Wert zu interpretieren, sondern als jener Wert, der die relativ geringsten Abweichungen über das gesamte, diverse Spektrum von Unternehmen zeigen mag».

## Bewertungszweck ausschlaggebend

Letztlich gilt also auch hier, der Bewertungszweck bestimmt die Bewertungsmethode. In einem (vermutlich) fiskalisch orientierten und (sicherlich) Massenverfahren wie für Zwecke der Vermögenssteuer sind pragmatische Punktwerte ein Vorteil. In anderen Fällen liegt die Lösung im Ermessen der Bewertenden. Hier sind – gerade bei den Kapitalkosten – wohl Bandbreiten hilfreicher.

## Einfach bewerten mit wevalue

Mit unserer webbasierten Bewertungslösung [wevalue \(https://app.wevalue.ch\)](https://app.wevalue.ch) lassen sich KMU nicht nur mittels DCF-Methode bewerten, sondern auch nach dem von der Steuerverwaltung propagierten Praktikerverfahren, mit oder ohne (Illiquiditäts-)Zuschlag.