

UPDATE UNTERNEHMENSBEWERTUNG 2022

Aktuelles aus Lehre, Praxis und Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung

Bei Unternehmensbewertungen treffen Theorie und Praxis, Ökonom/-innen und Jurist/-innen 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?), die Beurteilung (Wie fair ist der Wert?) und die Verteilung (Wem gehört der Wert?). Bewertungslehre, Bewertungspraxis und Rechtsprechung spiegeln diesen Wandel wider. Das «Update Unternehmensbewertung» stellt regelmässig aktuelle und für die Berufspraxis bedeutsame Entwicklungen dar.

In diesem Jahr werden u. a. die Auswirkungen der Inflation auf die Unternehmensbewertung beleuchtet. Interessant scheint auch die referierte Rechtsprechung, die sich mehrfach, aber mit unterschiedlichen Ergebnissen zur Relevanz von nach den anerkannten Standards vorgenommenen Bewertungen befasst. Und natürlich wird auch auf die jüngst verabschiedete «Fachmitteilung Unternehmensbewertung» von Expertisuisse eingegangen.

2. ENTWICKLUNGEN IN DER BEWERTUNGSPRAXIS – DIE NEUE «FACHMITTEILUNG UNTERNEHMENSBEWERTUNG»

Anders als die Revision ist eine Unternehmensbewertung kein wiederkehrendes und planbares Mandat. Gleichwohl müssen das dafür erforderliche Fachwissen aktuell und das Handwerkszeug vorhanden sein.

Die darauf gerichtete Facharbeit von Expertisuisse hat Tradition. Die erste Fachmitteilung zum Thema Unternehmensbewertung stammt aus dem Jahr 1994 und wurde 2008

überarbeitet. Dort standen noch der Ablauf einer Bewertung und die Berichterstattung im Vordergrund, nicht die Wertberechnung im engeren Sinne. Die 2018 verabschiedete «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» sollte gerade der mittelständischen Praxis Orientierung geben.

Diese noch junge Verlautbarung wurde in interessierten Kreisen – also von Unternehmen, Berater/-innen, Prüfer/-innen, aber auch von der Steuerverwaltung und Rechtsprechung – positiv aufgenommen. Es stellte sich bald die Frage, ob und inwieweit die dort für die Bewertung von KMU beschriebenen Grundsätze auch in anderen Fällen angewendet werden können. Dies auch deswegen, weil es – anders als in Deutschland oder Österreich – keinen für den Berufsstand verbindlichen Standard gibt, auf den bei Bewertungen von grösseren oder kotierten Unternehmen Bezug genommen werden kann.

Dies war Anlass, den Anwendungsbereich der Fachmitteilung zu erweitern und mit der neuen «Fachmitteilung Unternehmensbewertung» auch die Bewertung von grösseren Unternehmen abzudecken. Für die Bewertung von KMU ergeben sich daraus keine wesentlichen Änderungen, höchstens Präzisierungen.

Schwerpunkt der Fachmitteilung ist die Beschreibung der Mandatsabwicklung. Nach den Bewertungsgrundsätzen wird die Methodik der Unternehmensbewertung beschrieben. Dabei spricht sich die Fachmitteilung grundsätzlich für eine Bewertung mittels des Discounted-Cashflow-Verfahrens (DCF) aus.



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



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

Die neue Fachmitteilung fällt etwas kürzer und straffer aus als ihre Vorgängerin, was angesichts ansonsten blühender Regulierungen vielleicht positiv überrascht. Dies liegt einmal am erweiterten Anwendungsbereich. Dieser verlangt Formulierungen, welche den Besonderheiten von KMU ebenso Rechnung tragen wie denjenigen von kotierten Unternehmen oder internationalen Konzernen. Weiter wurde das Konzept einer die Fachmitteilung begleitenden Kommentierung ausgebaut. Während die Fachmitteilung prägnante Empfehlungen gibt, werden diese in der Kommentierung ausführlich begründet, und ihre konkrete Umsetzung wird beispielhaft erläutert.

Konzeptionell wurde der Begriff des «objektivierte Werts» durch eine «objektivierende Bewertung» ersetzt. Der Schweizer Bewertungspraxis ist das in Deutschland und Österreich verbreitete Konzept des «objektivierte Werts» fremd. Ein objektivierter Wert ist hierzulande keine eigene Wertkategorie, sondern das Ergebnis einer dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechenden Wertermittlung. Gerade bei rechtlich erforderlichen Bewertungen (Steuer-, Güter-, Erb- und Gesellschaftsrecht) kommt es häufig auf den Verkehrswert an. Dieser ist nun als Marktwert definiert, als potenzieller Marktpreis, der – eben objektivierend – eine unvoreingenommene Verhandlungslösung simuliert.

Konkreter gefasst wurden die Ausführungen zum Liquidations- und Substanzwert. Diese beiden Werte gilt es auseinanderzuhalten. Bei der Berechnung des Substanzwerts wird – im Unterschied zum Liquidationswert – stets die Fortführung des Unternehmens unterstellt. Ob dieser dann auf Basis von Buchwerten, Wiederbeschaffungs- oder Rekonstruktionswerten abgeleitet wird, ist eine Frage des Bewertungszwecks. Betont wird auch, dass der Substanzwert i. d. R. nur ein Hilfwert ist.

Erweiternd wird die Bewertung mit Multiplikatoren als eigenes Bewertungsverfahren erwähnt. Dies deshalb, weil die bei KMU geltenden Einschränkungen (fehlende Marktdaten, mangelnde Vergleichbarkeit etc.) bei kotierten Unternehmen nicht gleichermassen gelten. Schliesslich wird empfohlen, die Wertberechnung durch Sensitivitätsanalysen zu ergänzen.

3. ENTWICKLUNGEN IN DER RECHTSPRECHUNG

3.1 Steuerliche Massgeblichkeit einer Bewertung nach anerkanntem Standard. Dem rechtskräftigen Entscheid des Verwaltungsgerichts des Kantons Zürich vom 29. September 2021 (SB.2020.00011) liegt folgender (vereinfachter) Sachverhalt zugrunde: Der in der Schweiz steuerpflichtige A verkauft sämtliche Aktien seiner B AG für USD 30 Mio. an die niederländische C AG. Diese «entkernt» die B AG durch

- Erwerb ihres immateriellen Vermögens für USD 2 Mio.,
- signifikante Reduktion des Personals und
- vertragliche Herabstufung zu einer reinen Auftragsforscherin.

Das (Miss-)Verhältnis des Kaufpreises für die Beteiligung (USD 30 Mio.) zum Kaufpreis des immateriellen Vermögens (USD 2 Mio.) rief das kantonale Steueramt auf den Plan, das

eine verdeckte Gewinnausschüttung vermutete. Darin bestärkt wurde es durch die veröffentlichte und nach US-GAAP erstellte Konzernrechnung des Erwerbers. Hier wurde im Rahmen der Kaufpreisallokation (Purchase Price Allocation, kurz PPA) für das immaterielle Vermögen ein ungleich höherer Wert ausgewiesen. Zur Aufklärung des Sachverhalts bat der steuerliche Revisor u. a. auch um «das Ausfüllen einer Tabelle bezüglich der immateriellen Anlagen, in Kategorien aufgegliedert, mit den einzelnen Bestandteilen und mit grösstmöglichem Detaillierungsgrad sowie unter Angabe der Bewertungsmodelle» (E.4.4). Diese Tabelle wurde laut Urteilsbegründung nicht ausgefüllt, und auch weitere Nachweise wurden nicht erbracht. Schliesslich erfolgte die Gewinnaufrechnung des Steueramts nach pflichtgemäsem Ermessen und in Anlehnung an die sich aus der PPA ergebenden Werte. Diese Vorgehensweise wurde vom Verwaltungsgericht gutgeheissen, denn es «prüft das Ergebnis einer Bewertung oder Schätzung nur zurückhaltend, das heisst auf offensichtliche Fehler und Irrtümer hin». Da im vorliegenden Fall die steuerpflichtige B AG «keine stichhaltigen Gründe vor (gebracht hat), die auf eine sachwidrige, willkürliche zu hohe Schätzung hindeuten» und «die steueramtliche Schätzung durchaus im Bereich des Möglichen liegt», sei die Vorgehensweise des kantonalen Steueramts nicht zu beanstanden.

Das Urteil ist über den entschiedenen Fall hinaus interessant, da Bewertungen stets die Zukunft betreffen, damit unsicher sind und letztlich auf Schätzungen beruhen. Doch vor den verfahrensrechtlichen Fragen noch ein Blick auf die Datenlage: Nach den anerkannten Standards ist u. a. im Rahmen der Erstkonsolidierung eines Tochterunternehmens die Gegenleistung für den Erwerb (Kaufpreis zzgl. allfälliger weiterer Bestandteile) auf die übernommenen Vermögenswerte und Schulden zu verteilen. Dieser Prozess wird (wie weiter oben bereits aufgeführt) als Kaufpreisallokation (PPA) bezeichnet, auch wenn streng genommen nicht nur der Kaufpreis verteilt wird, sondern letztlich der Wert des übernommenen Unternehmens verschiedenen buchhalterischen Kategorien zugewiesen wird.

Bei einer PPA sind – auch wenn sich IFRS, Swiss GAAP FER und US GAAP in Details unterscheiden – bei der Bewertung des übernommenen Vermögens konzeptionell grundsätzlich deren *Fair Value* (IFRS und US GAAP) bzw. deren *aktuelle Werte* (Swiss GAAP FER 30.14 in der Fassung von 2022) relevant. Dieser Wert ist – in der Diktion der «Fachmitteilung Unternehmensbewertung» – ein Verkehrswert im Sinne eines objektivierend ermittelten Marktwerts.

Dieser Hinweis ist deshalb von Bedeutung, weil die anerkannten Standards bekanntermassen nur der Information verpflichtet und – jedenfalls in der Schweiz – steuerlich nicht relevant sind. Deutlicher werden noch die – auch für den vorliegenden Sachverhalt des Transfer Pricing einschlägigen – OECD Transfer Pricing Guidelines 2022: «The definitions and valuations of intangibles contained in the purchase price allocation are not determinative for transfer pricing purposes» [1].

Bezeichnenderweise wird auch der Begriff «Fair Value» auf keiner der 658 Seiten der Guidelines auch nur erwähnt.

In Tat und Wahrheit wäre ein «At Arm's Length» ermittelter Preis als simulierte Verhandlungslösung der beteiligten Parteien zu ermitteln. Es handelt sich mithin um einen Einigungswert [2] resp. in der Diktion der Schweizer Bewertungslehre um einen subjektiv ermittelten Marktwert i. S. eines Verkehrswerts [3]. Diese Unterscheidung ist wichtig, da bei einer PPA ein hypothetischer Erwerber bzw. eine hypothetische Erwerberin unterstellt wird, während Verrechnungspreise die effektiven Interessenlagen berücksichtigen müssen.

Nun zum verfahrensrechtlichen Teil: Im vorliegenden Fall reichte die Steuerpflichtige eine Transferpreisstudie ein, die sich wertmässig von den Ergebnissen der PPA unterschied. Dies ist angesichts der erwähnten konzeptionellen Unterschiede beider Dokumente zunächst weder ungewöhnlich noch anstössig. Allerdings war die Transferpreisstudie laut Urteil nachträglich erstellt und unvollständig. Damit konnte laut Gericht

«die Behauptung des kantonalen Steueramtes nicht widerlegt (werden) und diese Behauptung (erschien) zudem gestützt auf den Vergleich mit dem PPA und dem Aktienkaufpreis als sehr wahrscheinlich. Weil das kantonale Steueramt aufgrund der fehlenden Daten keine eigene Bewertung habe vornehmen können, sei es zu Recht zu einer Schätzung geschritten» (E 4.5).

Was ist nun daraus zu lernen? Zunächst – und das ist nichts Neues – zeigt sich auch hier wieder, dass der Bewertungszweck die Bewertungskonzeption und diese die Bewertungsmethode bestimmt. Unterbleibt eine solche Klärung, verwirren sich erst die Begriffe und dann die Werte. Dem kantonalen Steueramt ist allerdings zugutezuhalten, dass es laut Urteil erkennbar an der Aufklärung des Sachverhalts interessiert war, dieser aber «trotz Ausschöpfens der Untersuchungsmittel [...] illiquid geblieben» (E 4.6) war.

Weiter werden die Besonderheiten der Beweislastverteilung bei Bewertungsfragen deutlich. Gerade bei Unternehmensbewertungen herrscht zur künftigen Entwicklung des Unternehmens und des Kapitalmarkts (Kapitalkosten) oder allgemein der Signifikanz statistischer Erhebungen nie Gewissheit. Ein Beweis für steuererhöhende oder -mindernde Tatsachen kann hier kaum und dann nur im Nachhinein geführt werden. Allenfalls kann es Indizien dafür geben, dass eine vorgelegte Bewertung zweifelhaft ist (oder eben nicht).

Zu diesen Indizien hat sich das Bundesgericht bereits mehrfach geäussert. Danach sind Gutachten anzuerkennen, die «Belegstellen in der Fachliteratur, [...] keine offensichtlichen Widersprüche (und) kein grundloses Abweichen von in der Lehre und Rechtsprechung anerkannten Grundsätzen» aufweisen (BGer vom 3. April 2001 – 4C.363/2000/rnd). Weiter muss eine Bewertungsmethode verwendet werden, die «nachvollziehbar, plausibel, anerkannt ist, in vergleichbaren Fällen verbreitete Anwendung findet, begründetermassen besser oder mindestens ebenso bewährt ist wie andere Methoden und den Verhältnissen im konkreten Einzelfall Rechnung trägt» (BGer vom 18. September 2013 – 2C_309/2013 und 2C_310/2013).

Zusammenfassend ist daher zu raten, in steuerlich relevanten Bewertungsfragen von Beginn an vollständig und ab-

schliessend zu argumentieren und entsprechend zu dokumentieren. Dies nicht nur wegen des Novenverbots im Instanzenweg [4], sondern auch um die Steuerverwaltung bei der eigenen Arbeit und Würdigung des Sachverhalts zu unterstützen und so insgesamt zu einem sachgerechten Ergebnis zu gelangen.

3.2 Bewertung eines Spitals mit der DCF-Methode. In dem medienwirksamen Fall nahm der Stadtrat von Zürich auf das Vermögen des Stadtsitals Triemli eine ausserplanmässige Abschreibung in Höhe von rund CHF 177 Mio. vor, was rund 50% des vormaligen Buchwerts entsprach. Methodisch wurde die Bewertung mit einer DCF-Methode vorgenommen, also wohl analog zu den aus den anerkannten Standards bekannten Wertminderungstests.

Die Buchung der Abschreibung wurde im Januar 2020 mit Wirkung für die Jahresrechnung 2019 beschlossen und die Jahresrechnung im Juli 2020 genehmigt. Aufgrund von dagegen gerichteten Aufsichtsbeschwerden kam ein Verfahren in Gang, an dessen Ende der Regierungsrat im April 2021 beschloss, die Jahresrechnung der Stadt Zürich 2019 nicht zu genehmigen und die Stadt Zürich anzuweisen, die ausserplanmässige Abschreibung rückgängig zu machen. Die dagegen gerichtete Beschwerde hat das Verwaltungsgericht des Kantons Zürich mit Urteil vom 9. Dezember 2021 abgewiesen.

Im Kern wird dies damit begründet, dass es sich im vorliegenden Fall um Verwaltungsvermögen handelt, das «nicht frei realisierbar ist und damit keinen Vermögenswert, sondern nur einen Gebrauchswert hat».

Massgebend für die Bewertung kommunalen Vermögens ist das Gemeindegesetz (GG), im vorliegenden Fall das GG des Kantons Zürich vom 20. April 2015. Die Bewertung des Verwaltungsvermögens ist in Art. 132 Abs. 1 und 2 geregelt: «Entwertung [...] durch Nutzung wird durch lineare Abschreibung über die angenommene Nutzungsdauer berücksichtigt. Ist auf einer Position des Verwaltungsvermögens eine dauernde Wertminderung absehbar, wird deren bilanzierter Wert berichtigt.»

Diese Formulierungen erinnern an Art. 960a Abs. 3 OR, der für die Bewertung der Aktiven festlegt, dass «der nutzungs- und altersbedingte Wertverlust [...] durch Abschreibungen, anderweitige Wertverluste [...] durch Wertberichtigungen berücksichtigt werden» müsse.

Die begriffliche Nähe der Vorschriften darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass es sich um unterschiedliche Regelungszwecke handelt. Die handelsrechtliche Rechnungslegung dient einer vorsichtigen Ermittlung des Gewinns, also der Grösse, an der letztlich der Erfolg unternehmerischen Handelns gemessen wird. Eine Gemeinde schafft hingegen eine Selbstorganisation zum Nutzen der Bürgerinnen und Bürger. Dieser Nutzen ist nicht unbedingt finanzieller Natur. Im Mittelpunkt steht der *Service Public*, eben die Erfüllung der öffentlichen Aufgaben. Entsprechend definiert Art. 121 Abs. 4 GG das Verwaltungsvermögen als «jene Vermögenswerte, die unmittelbar der öffentlichen Aufgabenerfüllung dienen».

Im verhandelten Fall wurde die ausserplanmässige Abschreibung mit der geänderten Spitalfinanzierung sowie

dem Trend zur ambulanten statt zur stationären Behandlung begründet, was den (finanziellen) Nutzungswert negativ beeinflusste. Man wird dem Urteil zustimmen müssen, dass es bei der Bewertung von Verwaltungsvermögen einer Gemeinde eben nicht auf dessen künftige finanzielle Überschüsse ankommt, sondern auf seinen Nutzen für die Bürgerinnen und Bürger. Insofern ist es auch folgerichtig, eine allein auf den finanziellen Nutzen abstellende Bewertungsmethode wie das DCF-Verfahren an dieser Stelle nicht zuzulassen [5].

Offen bleibt, wie denn richtigerweise im Fall einer Wertminderung zu verfahren wäre. Dass eine über die Nutzung und planmässige Abschreibung hinausgehende Abwertung möglich ist, ergibt sich schon aus dem Gesetz. Art. 132 Abs. 2 GG wäre sonst überflüssig. Auf solche Umstände weist auch das Handbuch über den Finanzhaushalt der Zürcher Gemeinden hin. Danach sind mögliche Umstände für eine Wertminderung bspw. technische, rechtliche oder politische Entwicklungen, die den Gebrauch einschränken, Beschädigungen, Umnutzungen, Stilllegungen, nicht erwartungsgemässer Nutzen wegen mangelnder Betriebstüchtigkeit, geringerer Kapazität u. ä. [6].

Auch im entschiedenen Fall macht die Beschwerdeführerin eine Umnutzung geltend, ohne allerdings die damit verbundene Wertverminderung zu quantifizieren. Auch das Gericht bleibt vage:

«Sollte diese Umnutzung dauerhaft sein und wären die Anschaffungskosten kleiner, wenn die heutige Nutzung von Anfang an geplant worden wäre, könnte dies eine ausserordentliche Abschreibung gestützt auf Art. 132 Abs. 2 GG rechtfertigen» (E 3.5).

Vermutlich ist hier eine allein auf die ursprüngliche Aufgabenerfüllung bezogene Sichtweise einzunehmen: Wird ein reines Bettenhaus nur noch zu 30% als Bürofläche genutzt, werden diese der Daseinsvorsorge entzogen und der Buchwert ist zu reduzieren. Die Höhe dieser ausserplanmässigen Abschreibung kann etwa am Verhältnis der histori-

schen Anschaffungskosten der beiden Gebäudeteile bemessen werden.

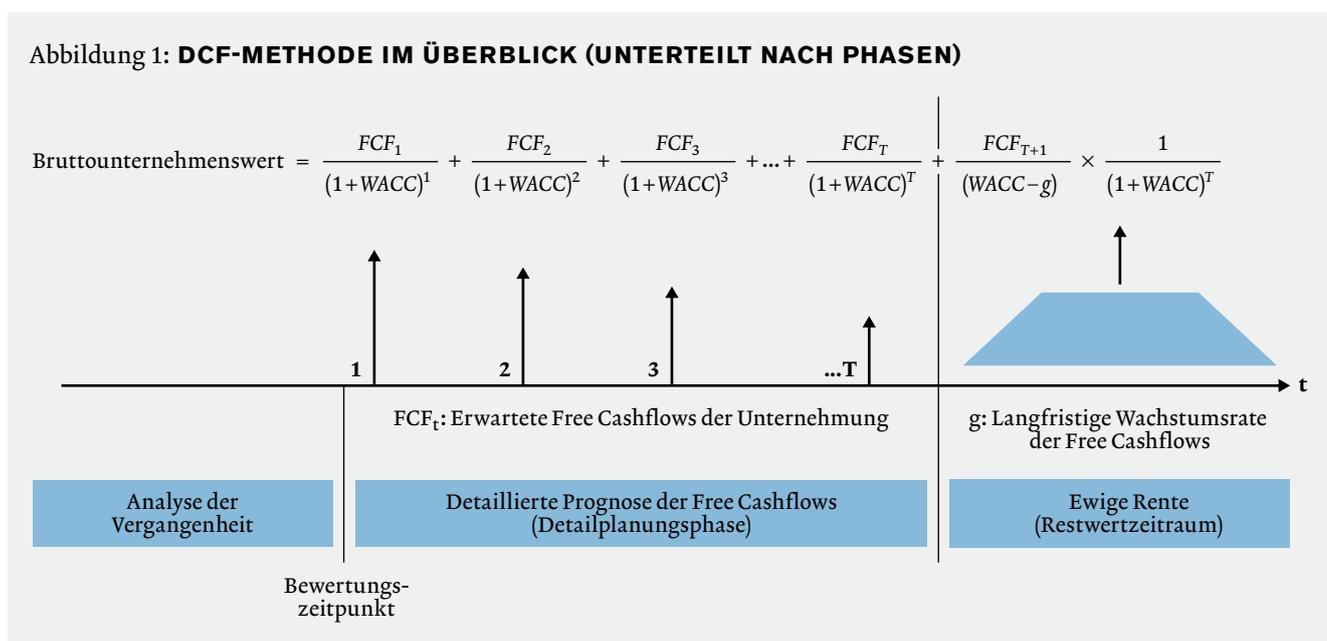
4. ENTWICKLUNGEN IN DER BEWERTUNGSLEHRE – INFLATION

4.1 Überblick. Bis vor wenigen Monaten waren Studierenden die Begriffe «Zinsen» und «Inflation» nur aus Lehrbüchern bekannt. Der Zeitwert von Geld war allenfalls prüfungs- nicht jedoch praxisrelevant. Dies hat sich in den letzten Monaten geändert. Coronabedingte Nachholeffekte, Lieferengpässe, der durch den Ukrainekrieg ausgelöste Anstieg der Energiepreise und die in der Vergangenheit stark ausgeweitete Geldmenge sorgen für höhere Inflationsraten und steigende Zinsen [7].

Unternehmensbewertungen sind traditionell nominelle Rechnungen. Will man dies ändern – also auf eine reale Rechnung wechseln – muss das Äquivalenzprinzip beachtet werden. «Über dem Strich», also bei den Stromgrössen (Gewinne oder Cashflows), und «unter dem Strich» (bei den Kapitalkosten) muss gleichermaßen entweder nominell oder real gerechnet werden.

Im einfachen Modell einer ewigen Rente spielt die Vorgehensweise keine Rolle, da sich die Inflationsrate «wegkürzt» und die nominale (wie reale) Rechnung zu identischen Ergebnissen führt. In einem mehrperiodigen Modell werden die Dinge etwas unübersichtlicher. Hier wird das Wachstum (und damit auch eine allfällige Inflation) in der Detailplanungsphase zunächst bei der Planung der finanziellen Überschüsse berücksichtigt, beim Restwert hingegen beim Festlegen der Wachstumsrate. Weiter ist beim Restwert auf die Auswirkungen der Inflation auf die für das Wachstum erforderlichen Erweiterungsinvestitionen zu achten. In beiden Phasen ist schliesslich auch mit den die Inflation berücksichtigenden Kapitalkosten zu rechnen. Auch bei Inflation werden Unternehmen nominell bewertet, allerdings müssen die Preissteigerungen sachgerecht modelliert werden.

Abbildung 1 stellt dies im Zusammenhang dar.



Nachfolgend wird auf jeden dieser drei Aspekte (Detailplanung, Restwert, Kapitalkosten) gesondert eingegangen.

4.2 Detailplanungszeitraum. Inflation betrifft Unternehmen auf der Erlös- und Aufwandseite. Rein intuitiv würde man erwarten, dass Inflation keine Rolle spielt, wenn es Unternehmen gelingt, die Preissteigerungen bei den Aufwendungen vollständig an die Kundschaft zu überwälzen. Ein kleines Zahlenbeispiel zeigt allerdings, dass dies nicht immer der Fall sein muss.

Es wird dabei zunächst von einer Welt ohne Inflation (und vereinfachend auch ohne reales Wachstum) ausgegangen (Tabelle 1), dann von einer Inflation, die auf die Kundschaft vollständig überwälzt werden kann (Tabelle 2), und schliesslich von einer nur bedingt möglichen Überwälzung auf die Kundschaft (Tabelle 3).

Wenig überraschend entsprechen sich in einer Welt ohne Inflation und Wachstum der Free Cashflow und der Net Operating Profit After Taxes (NOPAT). Dies deshalb, weil das Anlagevermögen konstant bleibt, also jeweils in Höhe der Abschreibungen reinvestiert wird, und keine zusätzliche Kapitalbindung im Nettoumlaufvermögen stattfindet.

In einem nächsten Schritt wird davon ausgegangen, dass
 → eine Inflation von 2 % herrscht und
 → diese durch Preiserhöhungen vollumfänglich auf die Kundschaft überwälzt werden kann.

Bis auf Stufe EBITDA bestätigt sich die Intuition: Da Umsatz und Aufwand mit gleicher Rate wachsen, bleibt die Marge konstant. Auf Stufe Free Cashflow ändert sich das Bild. Da

die Kapitalbindung im Anlage- und Umlaufvermögen inflationsbedingt sprunghaft steigt, fällt auch der Free Cashflow im ersten Planjahr signifikant ab. Dies ist zwar ein Einmal-effekt, wirkt sich aber auf den Wertbeitrag des Detailplanungszeitraums entsprechend aus [8].

Die eben getroffene Annahme einer vollständigen Überwälzung der Inflation auf die Kundschaft klingt zwar un-
 verdächtig, besteht aber den Praxistest nicht. Die geeigneten Leserinnen und Leser dieses Beitrags mögen sich an die letzte Erhöhung ihrer eigenen Stundensätze erinnern (oder eben nicht...). Abseits dieser Privatempirie zeigen jedoch auch breit angelegte Studien, dass Gewinne und Cashflows von Unternehmen i. d. R. unter der Inflationsrate wachsen [9]. Dies kann an einem intensiven Wettbewerb, hoher Kundenmacht oder regulierten Preisen liegen. Das nachfolgende Szenario geht daher davon aus, dass die Aufwendungen um 2 % zunehmen, aber nur Preiserhöhungen von 1 % möglich sind.

Wie sich zeigt, reduzieren sich in einem solchen Fall (Tabelle 3) nicht nur die Gewinngrößen und Margen von Jahr zu Jahr, sondern auch die Free Cashflows. Letztere aufgrund der inflationsbedingt zusätzlichen Kapitalbindung im Anlage- und Nettoumlaufvermögen in noch etwas stärkerem Ausmass als die Gewinngrößen.

Was ist nun die Erkenntnis aus diesem kleinen Zahlenbeispiel? Zunächst ist festzustellen, dass Inflation selbst bei einer vollständigen Überwälzung auf die Kundschaft zu einer Reduktion der Free Cashflows zu Beginn der Detailplanungsphase führt. Diese fällt dabei umso stärker aus, je höher die zusätzliche, inflationsbedingte Kapitalbindung ist. Können

Tabelle 1: **DETAILPLANUNG OHNE INFLATION UND WACHSTUM**

DCF-Bewertung (in TCHF)	Detailplanungszeitraum			
	Jahr 0	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3
Umsatz	1000,0	1000,0	1000,0	1000,0
./. Betriebsaufwände	-900,0	-900,0	-900,0	-900,0
EBITDA	100,0	100,0	100,0	100,0
EBITDA-Marge	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
./. Abschreibungen	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0
EBIT	75,0	75,0	75,0	75,0
EBIT-Marge	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
./. Steuern (20% vom EBIT)	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0
NOPAT	60,0	60,0	60,0	60,0
Wachstum NOPAT		0,00%	0,00%	0,00%
Anlagevermögen	100,0	100,0	100,0	100,0
Abschreibungssatz (auf Anfangsbestand)	25%	25%	25%	25%
+ Abschreibungen	25,0	25,0	25,0	25,0
./. Investitionen ins Anlagevermögen (CAPEX)	-25,0	-25,0	-25,0	-25,0
Nettoumlaufvermögen	50,0	50,0	50,0	50,0
./. Investitionen ins Nettoumlaufvermögen	-	-	-	-
Free Cashflow	60,0	60,0	60,0	60,0
Wachstum Free Cashflow		0,00%	0,00%	0,00%

Tabelle 2: **DETAILPLANUNG MIT 2 % INFLATION, DIE VOLLUMFÄNGLICH AUF DIE KUNDSCHAFT ÜBERWÄLTZT WERDEN KANN**

DCF-Bewertung (in TCHF)	Detailplanungszeitraum			
	Jahr 0	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3
Umsatz	1000,0	1020,0	1040,4	1061,2
./. Betriebsaufwände	-900,0	-918,0	-936,4	-955,1
EBITDA	100,0	102,0	104,0	106,1
EBITDA-Marge	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
./. Abschreibungen	-25,0	-25,0	-25,5	-26,0
EBIT	75,0	77,0	78,5	80,1
EBIT-Marge	7,50%	7,55%	7,55%	7,55%
./. Steuern (20% vom EBIT)	-15,0	-15,4	-15,7	-16,0
NOPAT	60,0	61,6	62,8	64,1
Wachstum NOPAT		2,67%	2,00%	2,00%
Anlagevermögen	100,0	102,0	104,0	106,1
Abschreibungssatz (auf Anfangsbestand)	25%	25%	25%	25%
+ Abschreibungen	25,0	25,0	25,5	26,0
./. Investitionen ins Anlagevermögen (CAPEX)	-25,0	-27,0	-27,5	-28,1
Nettoumlaufvermögen	50,0	51,0	52,0	53,1
./. Investitionen ins Nettoumlaufvermögen	-	-1,0	-1,0	-1,0
Free Cashflow	60,0	58,6	59,8	61,0
Wachstum Free Cashflow		-2,33%	2,00%	2,00%

Tabelle 3: **DETAILPLANUNG MIT 2 % INFLATION, DIE NUR ZU 50 % AUF DIE KUNDSCHAFT ÜBERWÄLTZT WERDEN KANN**

DCF-Bewertung (in TCHF)	Detailplanungszeitraum			
	Jahr 0	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3
Umsatz	1000,0	1010,0	1020,1	1030,3
./. Betriebsaufwände	-900,0	-918,0	-936,4	-955,1
EBITDA	100,0	92,0	83,7	75,2
EBITDA-Marge	10,00%	9,11%	8,21%	7,30%
./. Abschreibungen	-25,0	-25,0	-25,5	-26,0
EBIT	75,0	67,0	58,2	49,2
EBIT-Marge	7,50%	6,63%	5,71%	4,78%
./. Steuern (20% vom EBIT)	-15,0	-13,4	-11,6	-9,8
NOPAT	60,0	53,6	46,6	39,4
Wachstum NOPAT		-10,67%	-13,07%	-15,52%
Anlagevermögen	100,0	102,0	104,0	106,1
Abschreibungssatz (auf Anfangsbestand)	25%	25%	25%	25%
+ Abschreibungen	25,0	25,0	25,5	26,0
./. Investitionen ins Anlagevermögen (CAPEX)	-25,0	-27,0	-27,5	-28,1
Nettoumlaufvermögen	50,0	50,5	51,0	51,5
./. Investitionen ins Nettoumlaufvermögen	-	-0,5	-0,5	-0,5
Free Cashflow	60,0	51,1	44,0	36,8
Wachstum Free Cashflow		-14,83%	-13,80%	-16,52%

sogar – was in der Praxis wohl oftmals zutreffen dürfte – nur Teile der Kostensteigerungen an die Kundschaft weitergeleitet werden, reduzieren sich die Free Cashflows nicht nur aufgrund der zusätzlich gebundenen Mittel, sondern gleichzeitig auch noch durch die sinkende Marge. Die Folge wäre – sofern der Restwert und die Kapitalkosten unverändert blieben – eine Reduktion des Unternehmenswerts.

Wir alle erleben, dass Unternehmen hier ganz unterschiedlich elastisch sind. Während der britische Mineralölkonzern BP seinen Gewinn im zweiten Quartal verdreifacht hat, ist die Lage in der Bauindustrie eine andere. Hier treiben nicht nur gestiegene Rohstoffpreise die Kosten, sondern auch der Fachkräftemangel – und dies bei langfristig und häufig zu festen Preisen abgeschlossenen Verträgen.

Bewertende müssen sich daher intensiv mit der Branche und den dort herrschenden Preismechanismen auseinandersetzen. Die bloße Analyse der Vergangenheit ist dabei wenig aussagekräftig.

4.3 Restwert. Betrachtet man die Inflation nur als vorübergehendes Phänomen, so kann der nun folgende Abschnitt getrost übersprungen werden. Andernfalls lohnt es sich, weiterzulesen.

Der Restwert macht bekanntermassen einen wesentlichen Teil des Unternehmenswerts aus, bei Start-ups erklärt sich häufiger der gesamte Wert aus den Erwartungen jenseits des überschaubaren Horizonts. Der Restwert wird nur einwertig in einer Zahlenkolonne modelliert, sodass das Wachstum der finanziellen Überschüsse durch den Abzug einer Wachstums-

rate bei den Kapitalkosten berücksichtigt wird (*g* in *Abbildung 1*). Auch diese Wachstumsrate ist eine nominelle Grösse. Sie setzt sich zusammen aus dem angenommenen Realwachstum und der Inflationserwartung [10]. Hier dient das angenommene gesamtwirtschaftliche Wachstum häufig als Ausgangspunkt bzw. Obergrenze der Erwartungen.

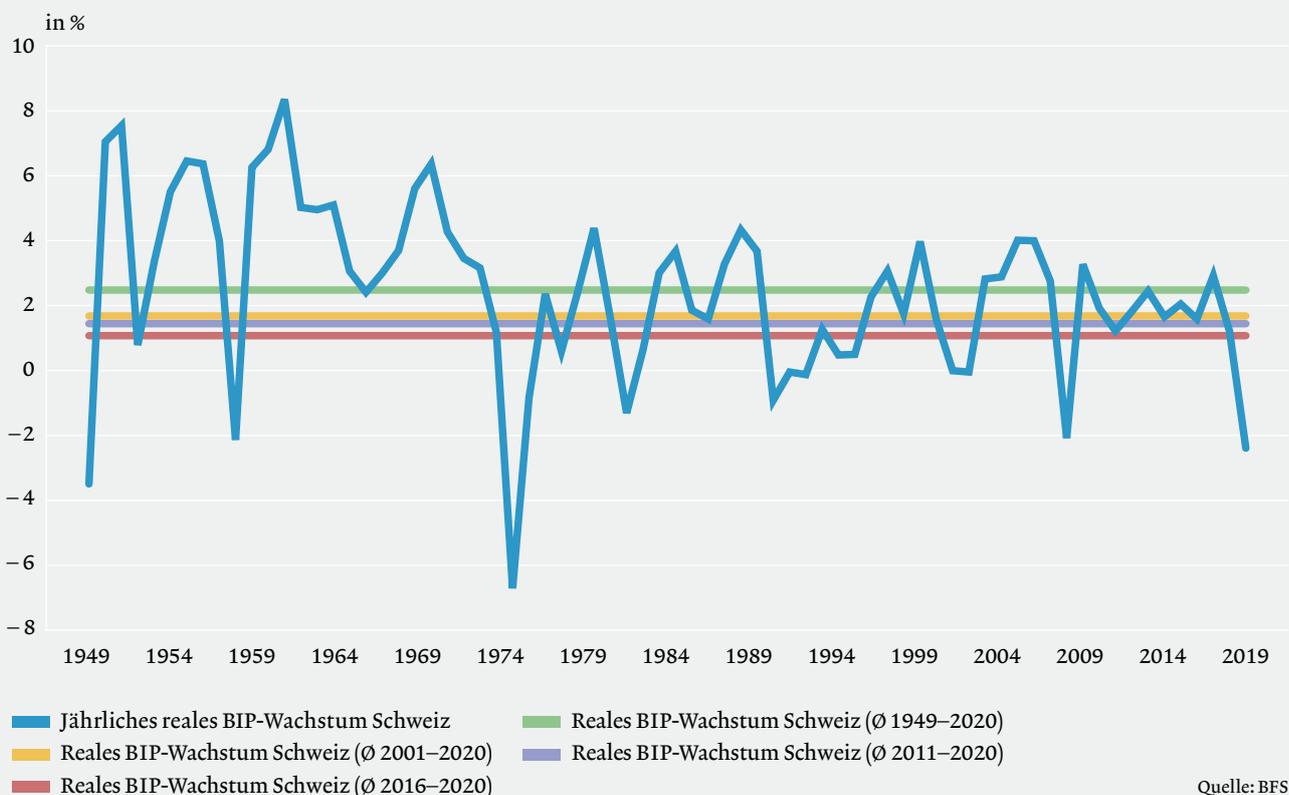
Abbildung 2 stellt das jährliche reale BIP-Wachstum der Schweiz seit 1949 dar [11].

Wie auf *Abbildung 2* zu sehen ist, ist in den letzten rund 70 Jahren das BIP in der Schweiz um real 2,5 % pro Jahr gewachsen. Betrachtet man lediglich die letzten 20 Jahre, so war ein jährliches Wachstum von 1,7 %, über die letzten zehn Jahre von 1,4 % und über die letzten fünf Jahre von noch 1,1 % zu verzeichnen. Die Schweiz scheint also real zwischen rund 1 % und 2 % pro Jahr zu wachsen, Tendenz sinkend [12]. Eine Wachstumsrate von 1 % ist daher bereits eine ambitionierte Annahme.

Nebst der getroffenen Annahme zum nachhaltig erreichbaren Realwachstum des Bewertungsobjekts ist der zweite entscheidende Faktor in Bezug auf die Wachstumsrate die langfristig erwartete Inflation. Stützt man sich auch hier auf die Vergangenheit, so zeigt sich in *Abbildung 3*, dass die jährliche Inflation in der Schweiz im Zeitraum von 2000 bis 2021 zwischen -1,1 % und +2,4 %, im Durchschnitt 0,6 % pro Jahr, betragen hat. Über die letzten zehn Jahre lag die durchschnittliche Inflation sogar bei 0 %.

Für das laufende Jahr 2022 werden für die Schweiz Inflationsraten zwischen 2,3 % und 3,1 % erwartet, im Durchschnitt von 2,6 %. Für das Jahr 2023 liegen die Inflationserwartun-

Abbildung 2: JÄHRLICHES REALES BIP-WACHSTUM DER SCHWEIZ SEIT 1949



gen bereits rund einen Prozentpunkt tiefer in einer Bandbreite von 0,9 % bis 2,5 %, im Durchschnitt bei 1,6 % [13]. Die SNB geht per Juni 2022 ihrerseits für das Jahr 2022 von einer Inflationsprognose von 2,8 % aus, für das Jahr 2023 von 1,9 % und für das Jahr 2024 von 1,6 % [14].

Betrachtet man die übliche Restwertformel (vgl. *Abbildung 1*), so liegt intuitiv der Schluss nahe, dass eine höhere Inflation zu einem höheren inflationsbedingten Wachstum und dieses wiederum zu höheren Unternehmenswerten führt. Allerdings gilt auch hier, dass die Rechnung nicht ohne die durch

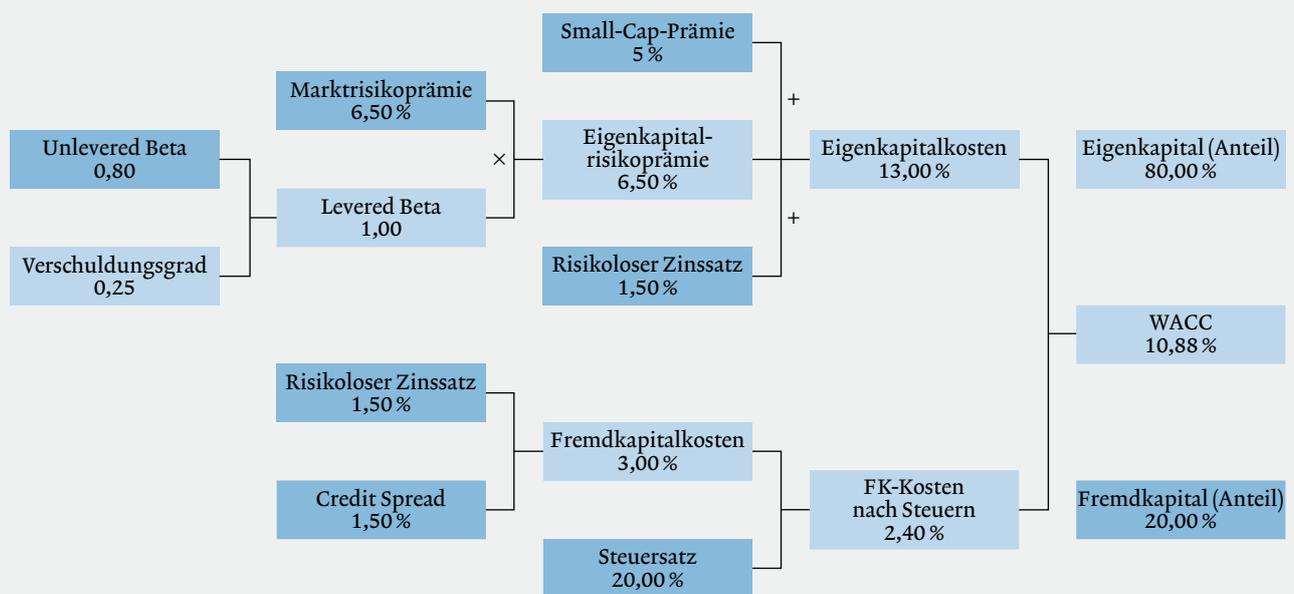
die Inflation ebenfalls gestiegene Kapitalbindung gemacht werden darf, die zulasten der ausschüttungsfähigen finanziellen Überschüsse geht (s. o.).

Diese Überlegungen werden überflüssig, wenn man davon ausgeht, dass sich die Rendite auf die im Restwertzeitraum vorgenommenen Erweiterungsinvestitionen (*Return On Newly Invested Capital* [RONIC]) und die Kapitalkosten entsprechen. Ökonomisch kommt darin die nicht abwegige Vorstellung zum Ausdruck, dass Übergewinne nur ein vorübergehendes Phänomen sind und sich Unternehmen auf lange Sicht rendi-

Abbildung 3: INFLATION, REALZINS UND NOMINALZINS IN DER SCHWEIZ SEIT 2000



Abbildung 4: ZUSAMMENSETZUNG DER KAPITALKOSTEN



temässig der Branche annähern (*Mean Reversion*) [15]. Wachstum schafft dann keine Werte mehr, da allfällige Mehrrenditen vollständig an die Kapitalgeber und Kapitalgeberinnen weitergereicht werden.

Wie man nun vorgeht, hängt also von den Erwartungen ab. Darüber, ob die hohen Inflationsraten zwei, drei oder fünf Jahre anhalten, gehen die Ansichten auseinander. Allerdings wird man wohl zustimmen müssen, dass sie nicht ewig anhalten werden, und genau das ist der für den Restwert relevante Zeitraum. Insoweit sehen die Autoren aktuell keinen Anlass, bei Unternehmensbewertungen die Wachstumsrate inflationsbedingt zu erhöhen. Diese Ansicht stützt auch ein Blick in die aktuell veröffentlichten Fairness Opinions [16].

4.4 Kapitalkosten. Die Autoren beschränken sich in diesem Kapitel auf die kapitalmarkttheoretisch abgeleiteten Bestandteile, also den risikolosen Zins, die Marktrisikoprämie, das Beta sowie die Kosten des Fremdkapitals. Auch wenn die erstgenannten Elemente der Eigenkapitalkosten als «Bausteine» daherkommen, handelt es sich in Tat und Wahrheit mehr um ein «Puzzle». Berücksichtigt man die Inflation beim risikolosen Zins, hat dies unmittelbare Auswirkungen auf die Marktrisikoprämie.

Abbildung 4 fasst die Herleitung der gewogenen Kapitalkosten mit beispielhaften Zahlen zusammen, wobei – nicht CAPM-konform, aber in Einklang mit der Schweizer Bewertungspraxis – auch die Small-Cap-Prämie integriert ist.

Zunächst ist ohne Weiteres einsichtig, dass die Inflation – bzw. die Inflationserwartungen – auf den risikolosen Zins wirken. Ein ökonomisch handelnder Investor bzw. eine ökonomisch handelnde Investorin wird mit der Risikofreiheit auch einen Ausgleich für die Geldentwertung erwarten.

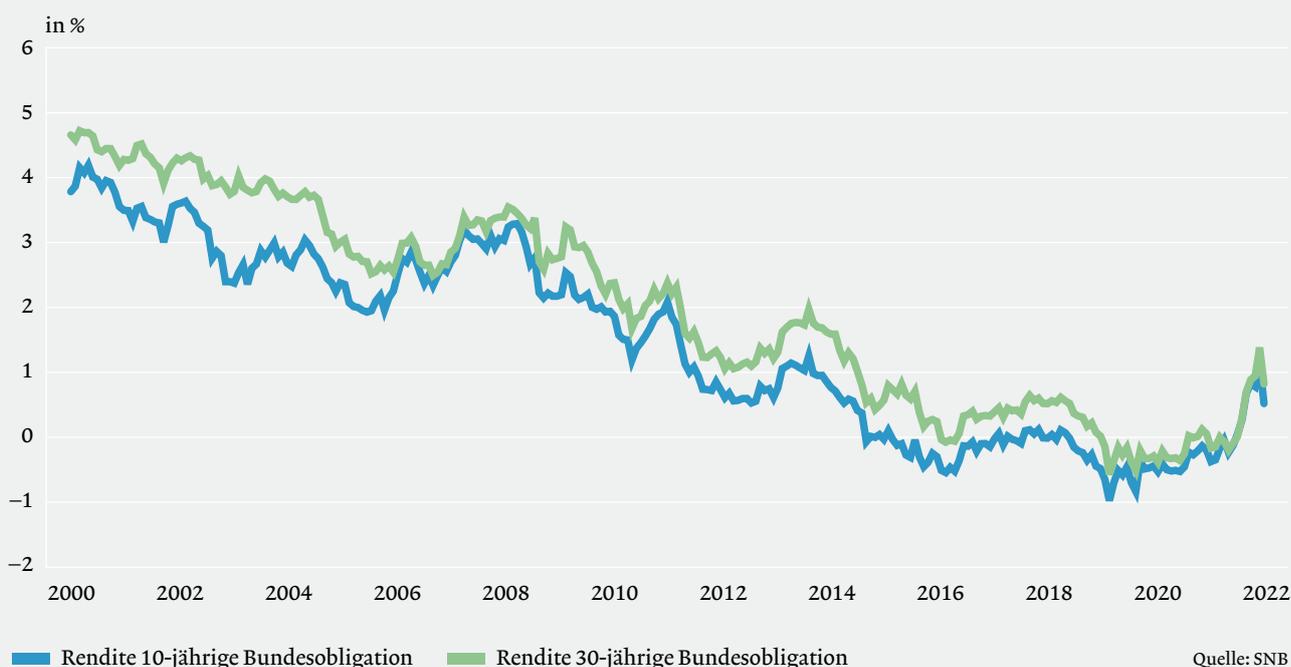
Während der risikolose Zinssatz die letzten Jahre lange Zeit bei null, ja zwischenzeitlich sogar im negativen Bereich lag, hat er seit Beginn dieses Jahres wieder deutlich angezogen (Abbildung 5).

Per Ende Juli 2022 lag die Rendite einer 10-jährigen Bundesobligation bei 0,52%, diejenige der 30-jährigen Obligation bei 0,82%. Zum letzten Mal auf diesem Niveau war der risikolose Zins vor rund acht Jahren. Die sprunghafte Zunahme gegenüber dem Vorjahr bzw. dem Jahresanfang deckt sich mit der gestiegenen Inflationserwartung (Abbildung 3). Wie sich der risikolose Zins entwickeln wird, ist schwer abzuschätzen. Bei Bewertungen einen solchen von 0% anzusetzen, dürfte aber wohl – auch aufgrund der getätigten und weiter angekündigten Zinsschritte der Nationalbank – der Vergangenheit angehören.

Wie angedeutet, steckt die Inflation nicht nur isoliert im risikolosen Zins, sondern indirekt auch noch in weiteren Kapitalkostenparametern. So lässt sich zeigen, dass sich Credit Spreads in unsicheren Zeiten und bei aufkommenden Rezessionsängsten tendenziell ausweiten [17]. Fremdkapitalgeber verlangen also, nebst dem höheren risikolosen Basiszins, auch eine höhere Prämie für das mit einem Kredit verbundene Ausfallrisiko des Schuldners bzw. der Schuldnerin.

Ein weiterer Einfluss von Inflation ist in der Marktrisikoprämie auszumachen. Diese ist nicht unmittelbar zu beobachten, sondern entspricht der Differenz von Marktrendite und risikolosem Zins. Langfristig präsentiert sich die am Schweizer (Aktien-)Markt durchschnittlich erzielte Rendite mit etwa 8% pro Jahr als relativ stabil [18]. Zukunftsorientierte Studien, welche die Rendite anhand von den in Aktienkursen steckenden Gewinn-, Dividenden- und Wachstumserwartungen schätzen, fanden in den letzten Jahren eher etwas tiefere implizite Marktrenditen [19].

Abbildung 5: RENDITE DER SCHWEIZER BUNDESobligationen (10 UND 30 JAHRE) SEIT 2000



Geht man also trotz Inflation von einer unveränderten Markttrendite – etwa in Höhe von 8 % – bei gleichzeitig höherem risikolosen Zins aus, so nimmt die Marktrisikoprämie (Differenz zwischen diesen beiden Grössen) ab. Auf diesen Zusammenhang haben die Autoren bereits in früheren Updates hingewiesen [20]. Eine vollständige Kompensation findet jedoch nicht statt, da die Marktrisikoprämie mit dem Betafaktor gewichtet wird. Ein von 1 verschiedener (verschuldeter) Betafaktor hebt den Inflationseffekt aus und führt bei Werten darüber zu leicht sinkenden, darunter zu leicht steigenden Eigenkapitalkosten.

Anders sieht es aus, wenn man sich bei einer Bewertung jeweils auf die aktuell am Markt beobachtete Rendite, die implizite Markttrendite, abstützt. Hier zeigt sich, dass die erwarteten Markttrenditen in jüngster Zeit – wohl ausgelöst durch die Inflations- und Rezessionsängste – gestiegen sind [21]. In diesem Fall ist klar, dass sich durch den höher angenommenen risikolosen Zins und die konstante oder allenfalls sogar leicht erhöhte Marktrisikoprämie die (Eigen-) Kapitalkosten insgesamt – und losgelöst von der konkreten Höhe des Betafaktors – erhöhen.

Wie sich Inflation auf die Kapitalkosten auswirkt, hängt also einerseits vom Zusammenspiel und der konkreten Ausprägung der einzelnen Parameter ab (risikoloser Zins, Marktrisikoprämie, Beta, Credit Spread, Verschuldungsgrad etc.) und insbesondere davon, ob ein nachhaltiger Effekt auf die langfristig erzielbare Markttrendite erwartet wird.

Insgesamt gesehen, dürften die Auswirkungen der Inflation auf die Kapitalkosten übersichtlich sein, gerade wenn man die dortigen Unsicherheiten mit denen «über dem Strich» vergleicht, also der Planung der künftigen finanziellen Überschüsse. Insofern würden die Autoren auch dann, wenn man die Inflation als nur vorübergehendes Phänomen ansieht, von einer entsprechend zeitvariablen Modellierung der Kapitalkosten abraten.

5. FAZIT

Die Lehre, die Praxis und die Rechtsprechung sorgen für Dynamik bei Unternehmensbewertungen. Ruhiger wird es nicht werden, im Gegenteil sorgen gerade Krieg, Inflation und Rezessionsängste für mehr Unsicherheit. Mit diesem Beitrag wollen die Autoren Orientierung bieten. Die Lösung des Einzelfalls bleibt im Ermessen des oder der Bewertenden. ■

Fussnoten: 1) Vgl. OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations (2022), Annex I to Chapter VI – Examples on Intangibles, S. 625. **2)** Instrukтив hier § 7 der deutschen Funktionsverlagerungsverordnung: «Für ein verlagerndes Unternehmen, das aus der Funktion Gewinne zu erwarten hat, ergibt sich die Untergrenze des Verhandlungsrahmens [...] aus dem Ausgleich für den Wegfall oder die Minderung des Gewinnpotenzials zuzüglich der gegebenenfalls anfallenden Schliessungskosten. Das Gewinnpotenzial des übernehmenden Unternehmens aus der übernommenen Funktion ist regelmässig die Obergrenze des Verhandlungsrahmens (Höchstpreis des Einigungsbereichs).» **3)** Vgl. Hüttche/Schmid (erscheint in Kürze), Unternehmensbewertung in der Schweiz – Die kommentierte «Fachmitteilung Unternehmensbewertung», dort auch mit Verweis auf die International Valuation Standards, die entsprechend in den Equitable Value und Market Value unterscheiden (IVS 104.30 und 104.50). **4)** Im Beschwerdeverfahren ist dieselbe Aktenlage massgebend wie in der Vorinstanz, daher können dort keine neuen Beweismittel wie Gutachten o.ä. vorgebracht werden. **5)** Im Übrigen würde auch

ein nicht näher beschriebenes «Mischverfahren» abgelehnt. **6)** Vgl. Handbuch über den Finanzhaushalt der Zürcher Gemeinden (2022), Version vom 01.05.2022, Abschnitt 2.1.3. **7)** Vgl. bspw. SNB (2022), Medienmitteilung «Geldpolitische Lagebeurteilung vom 16. Juni 2022», S. 1f. **8)** Vgl. auch Schwetzler (2022), «Schock – Schluckauf – Verdauung» – die Wirkung von inflationären Schocks auf den Unternehmenswert, Bewertungspraktiker Nr. 2, 27.05.2022, S. 37 ff. **9)** Vgl. Widmann/Schieszl/Jeromin (2003), Der Kapitalisierungszinssatz in der praktischen Unternehmensbewertung, Finanz Betrieb 5, S. 800 ff.; Ruthardt/Hachmeister (2014), Unendlichkeit als Problem der Unternehmensbewertung aus theoretischer, praktischer und rechtlicher Sicht, Der Betrieb 67, S. 201 f.; Koller/Goedhart/Wessels (2020), Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, S. 527 ff. **10)** Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato (2018), Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, S. 103 f. **11)** Vgl. Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung des Bundesamts für Statistik, Stand 23.07.2022. **12)** Vgl. auch Zürcher (2010), Das Wachstum der Schweizer Volkswirtschaft seit 1920, Die Volkswirtschaft 1/2–2010, S. 11. **13)** Vgl. Statista (2022), Prognosen zur Inflationsrate

in der Schweiz in den Jahren 2022 und 2023, Stand 29.07.2022. **14)** Vgl. SNB (2022), Medienmitteilung «Geldpolitische Lagebeurteilung vom 16. Juni 2022», S. 3. **15)** Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato (2018), Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, S. 102 f.; Koller/Goedhart/Wessels (2020), Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies, S. 537 f. **16)** Siehe www.takeover.ch. **17)** Vgl. Damodaran (2022), Musing on Markets «In Search of a Steady State: Inflation, Interest Rates and Value», Blogbeitrag vom 06.05.2022. **18)** Vgl. Pictet (2022), Update der Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926–2021). **19)** Siehe bspw. www.marktrisikoprämie.de oder ValueTrust (2022), DACH Capital Market Study 30. Juni 2022, S. 16. **20)** Vgl. Hüttche/Schmid (2020), Update Unternehmensbewertung 2020, in: Expert Focus 2020/6–7, S. 368 ff.; Hüttche/Schmid (2021), Update Unternehmensbewertung 2021, in: Expert Focus 2021/8, S. 428 f. **21)** Vgl. Damodaran (2022), Musing on Markets «In Search of a Steady State: Inflation, Interest Rates and Value», Blogbeitrag vom 06.05.2022; www.marktrisikoprämie.de.