

UPDATE UNTERNEHMENSBEWERTUNG 2025

Aktuelles aus Rechtsprechung, Lehre und Praxis der Unternehmensbewertung

Bei Unternehmensbewertungen treffen Theorie und Praxis, Ökonomen/-innen und Juristen/-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?), deren 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.

Traditionell widmen sich die Autoren zuerst der aktuellen Rechtsprechung: Auch wenn man meint, über die Praktikermethode sei alles gesagt und geschrieben, erscheinen immer wieder interessante Urteile zu interessanten Fallgestaltungen. Auf diese und einen spannenden Entscheid des Bundesgerichts zur Bewertung mit Multiplikatoren soll eingegangen werden. Aus Sicht der Bewertungslehre wird gezeigt, wie man die Personenbezogenheit eines KMU modellieren und plausibilisieren kann. Und im Praxisteil wird schliesslich auf aktuelle Entwicklungen bei den Kapitalkosten eingegangen.

2. ENTWICKLUNGEN IN DER RECHTSPRECHUNG

2.1 Praktikermethode I (BGer vom 19.9.2024 – 9C_4/2024).

Es kommt selten vor, dass Steuerpflichtige auf eine höhere Bewertung ihres Vermögens bestehen. In dem vom Bundesgericht am 19.9.2024 (9C_4/2024) entschiedenen Sachverhalt war jedoch genau dies der Fall: Die A AG produziert und entwickelt Gerbgefässe (vulgo: Fässer). Im Jahr 2013 beteiligte sie sich an der D AG, welche die von der A AG benötigten Holzfässer anfertigte und zu diesem Zeitpunkt überschul-

det war. Die Beteiligung erfolgte durch Umwandlung einer Forderung in Höhe von rund CHF 2 Mio. Im Folgejahr nahm die A AG in ihrer handelsrechtlichen Jahresrechnung eine Wertberichtigung von TCHF 500 auf die Beteiligung vor.

Das Steueramt rechnete diese Wertberichtigung auf, was zu einem Verfahrensgang führte, der schliesslich vor dem Bundesgericht endete. Im Kern war dabei die Frage zu beantworten, welchen Verkehrswert die Beteiligung im Jahr 2013 hatte, um daraus auf die Notwendigkeit und Höhe einer Wertberichtigung im Folgejahr zu schliessen.

Dazu verwendeten beide Parteien im Einvernehmen die Praktikermethode, jedoch mit unterschiedlichen Ergebnissen: Während die Steuerpflichtige damit den Einbuchungswert von rund CHF 2 Mio. rechtfertigte, kam das Steueramt auf etwa TCHF 800. Diese Differenz rührte einmal aus Währungsverlusten her, welche die Steuerpflichtige als ausserordentliche Aufwendungen nicht in die Ertragswertberechnung einbezog. Zum anderen machte sie erhebliche stille Reserven («Holzfasstechnologie», sic!) geltend, die den Substanzwert um rund CHF 3,5 Mio. erhöhen sollten.

Das eine wie das andere wurde vom Steueramt und von den Vorinstanzen abgelehnt. Deren Erwägungen folgte auch das Bundesgericht und anerkannte die Aufrechnung der Wertberichtigung durch das Steueramt.

Zunächst zur Frage der Ersterfassung: Die Umwandlung einer Forderung in Kapital ist im Grunde eine Sacheinlage und aus Sicht des vormaligen Gläubigers und neuen Aktionärs ein Tausch. Der empfangene Vermögenswert (hier die Beteiligung) kann zum vorsichtig geschätzten Verkehrswert



TOBIAS HÜTTICHE,
PROF. DR. RER. POL., CVA,
WIRTSCHAFTSPRÜFER,
STEUERBERATER (D),
INSTITUT FÜR FINANZ-
MANAGEMENT
HOCHSCHULE FÜR
WIRTSCHAFT FHNW



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

oder zum Buchwert des hingegebenen Vermögenswerts angesetzt werden [1]. Vorliegend wurden beide Werte offenbar als identisch angenommen. Insofern ist gegen das Wertkonzept nichts einzuwenden. Ob die Forderung gegen eine bilanziell überschuldete Gesellschaft vorher hätte abgewertet werden müssen, ist eine andere Frage.

Das Steueramt berechnete den Verkehrswert der Beteiligung – unabhängig von der Bewertung der Forderung – mit der Praktikermethode. Daraus ist der Steuerverwaltung kein Vorwurf zu machen, da das Steueramt nur damit rechnen kann, was es hat, nämlich die Jahresrechnungen der vergangenen Jahre. Auch zwischen den Parteien war die Methodenwahl nicht strittig und so auch vom Bundesgericht zu akzeptieren.

In der Umsetzung der Praktikermethode und der Berechnung des Ertragswerts gab das Bundesgericht der Steuerverwaltung recht: Währungsverluste stellen danach – ebenso wie Währungsgewinne – keine ausserordentlichen Erlöse dar und sind damit ohne weiteres Teil des zu kapitalisierenden nachhaltigen Ergebnisses.

Bei der Berechnung des Substanzwerts bemängelte das Bundesgericht den fehlenden Nachweis der «Holzfasstechnologie», sodass «auf die Berechnung [...] nicht vertieft eingegangen werden musste» (E. 3.5.2). Die Vorinstanz hatte sich mit deren Bewertung noch näher auseinandergesetzt. Die Steuerpflichtige hatte dazu auf die bei der A AG in den Folgejahren zu verzeichnenden Umsatzzuwächse einen Umsatzmultiple von 0,5 angewendet. Das Verwaltungsgericht hat diesen Ansatz verworfen (VG Zürich, Urteil vom 15.11.2023, SB.2021.00144). Einmal mit dem (nach Meinung der Autoren zutreffenden) Argument, dass auf die Umsätze der D AG abzustellen sei, der ja die Technologie zuzurechnen war, und nicht auf die Umsätze von deren Aktionärin, der A AG.

Weiter wird angeführt, dass die Umsätze der Folgejahre nicht zu berücksichtigen seien, da es beim Verkehrswert auf die Verhältnisse am Bewertungsstichtag ankomme. Das ist zwar grundsätzlich richtig, schliesst jedoch nicht die am Bewertungsstichtag erkennbaren Entwicklungen aus. Bei der Bewertung mit Multiples – ob nun Umsatz, EBITDA, EBIT oder Gewinn – wird stets auf nachhaltige Grössen abgestellt. Siehe dazu auch ein weiteres zu besprechendes Urteil des Bundesgerichts in Abschnitt 2.4.

Unabhängig davon verweist die Vorinstanz auf das Kreis schreiben 28 (KS 28), wonach immaterielle Werte beim Substanzwert höchstens zu den Anschaffungs- oder Herstellungskosten abzüglich Abschreibungen anzusetzen sind (Rz. 26). Damit scheidet der Ansatz der Holzfasstechnologie zum Verkehrswert ohnehin aus.

Was lässt sich aus dem Urteil nun lernen? Zunächst einmal, dass es bei Bewertungen immer auf die Methodenwahl ankommt. Vorliegend haben sich beide Parteien auf die Praktikermethode geeinigt. Im ersten Rechtszug hatte das Bundesgericht noch andere Verfahren (reine Ertragswertmethode und DCF-Verfahren) für anwendbar erklärt (BGer vom 27.11.2020 – 2C_536/2020, E 3.2). Ob eine Bewertung mit der DCF-Methode die Dinge vereinfacht hätte, ist schwer zu sagen, schliesslich hätte man dort auch Währungsgewinne und -verluste prognostizieren müssen. Jedenfalls wäre damit

die Tür für die Berücksichtigung künftiger Entwicklungen offen gewesen.

Weiter zeigt sich, dass auch die Praktikermethode nicht immer konfliktfrei angewendet werden kann. Ihr behaupteter Vorteil, dass sie transparent und objektivierbar aus den vergangenen Jahresrechnungen abgeleitet werden kann, wird im konkreten Fall widerlegt. Wie das Verwaltungsgericht ausführt, wurde hier nicht um «die anzuwendende Methode (Praktikermethode), sondern vielmehr, wie der Ertragswert und der Substanzwert zu ermitteln» sind, gestritten (E 3.5).

Weiter ergeben sich Hinweise zur Berechnung des Ertragswerts und des Substanzwerts. Auf die Defizite von Letzterem wurde bereits wiederholt hingewiesen [2]. Auch dass die schematische Berechnung des KS 28 selbst geschaffene immaterielle Werte vernachlässigt, wird deutlich. Damit schliesst sich der Kreis: Der Bewertungszweck bestimmt immer die Bewertungsmethode. Das Potenzial einer Schlüsseltechnologie kann nur mit einer zukunftsorientierten Methode sachgerecht abgebildet werden. Ob dies zu einem anderen Wert geführt hätte, ist eine andere Frage.

2.2 Praktikermethode II (Steuerrekursgericht Zürich vom 28.5.2024 – 2 ST.2023.139). Dem Entscheid des Steuerrekursgerichts Zürich vom 28.5.2024 (2 ST.2023.139) lag folgender Fall zugrunde: Eine Ein-Mann-AG wurde 2016 gegründet und in der Aufbauphase (bis einschliesslich 2017) mit dem Substanzwert bewertet. Danach erfolgte die Einschätzung des Steueramts mit der Praktikermethode. Dabei wurde der Personenbezogenheit mit einer einfachen Gewichtung des Ertragswerts Rechnung getragen. Der Steuerpflichtige bestand jedoch weiterhin auf einer Bewertung zum Substanzwert, was bei einer Wertdifferenz von rund CHF 22 Mio. durchaus verständlich ist.

Begründet wurde der Rekurs u. a. mit dem – von den Autoren bereits kommentierten und unten nochmals aufgegriffenen – Urteil des Bundesgerichts vom 24.11.2022 (5A_361/2022) [3]. In diesem wurde die Bewertung eines personenbezogenen Einzelunternehmens für güterrechtliche Zwecke als willkürlich verworfen. Das Steuerrekursgericht befasst sich ausführlich mit diesem Argument, weist es aber – nach Auffassung der Autoren richtigerweise – zurück: Während eine Bewertung für güterrechtliche Zwecke dem Einzelfall gerecht werden muss, rechtfertigt die «Praktikabilität» der Praktikermethode, die «den Bedürfnissen einer effizienten Verwaltung gerecht wird» und deren Ergebnis aufgrund des geringen Steuersatzes «ohnehin nicht sehr stark ins Gewicht fällt, [...] eine schematische Lösung» (E. 1.c). Dass der Verkehrswert schon begrifflich den Verkauf des Unternehmens und damit den Wegfall der mit der Person des bisherigen Eigentümers zusammenhängenden Ertragskraft unterstellt, «muss bei dieser schematischen Sichtweise ausser Acht bleiben» (E. 3.b.cc).

Konsequenterweise hat sich das Gericht mit dem hohen Alter und dem vorgebrachten kritischen Gesundheitszustand des Alleinaktionärs nicht befasst. Dies mit dem Argument, dass die künftige Lebenserwartung bei einer vergangenheitsbezogenen Bewertung keine Rolle spielen kann (E. 4.b.). Dies klingt zynisch, steht methodisch aber im Ein-

klung mit dem Verkehrswertgedanken: Bei einem gedachten Verkauf spielt das weitere persönliche Schicksal des Verkäufers keine Rolle.

Auch den Antrag des Steuerpflichtigen, ein Bewertungsgutachten einzuholen, wird abgelehnt. Dies wird mit der klaren Rechtslage begründet und dem subtilen Hinweis verbunden, dass «bei einer seriösen Unternehmensbewertung an erster Stelle die sorgfältige Überprüfung der Angemessenheit des Unternehmerlohns» (E. 4.c.) stehe.

Auf den Gesetzgeber darf man an dieser Stelle nicht hoffen. Der 2023 lancierten Motion «Personenbezogene Gesellschaften für die Bemessung der Vermögenssteuern angemessen bewerten» wurde 2024 keine Folge gegeben (AB 2024 S 4/BO 2024 E 4). Ziel dieser Motion war es, personenbezogene Unternehmen ausschliesslich mit dem Substanzwert zu bewerten. Ob das der richtige Weg wäre, sei dahingestellt. Jedenfalls ist der Kommission zuzustimmen, dass dieses Problem zunächst in der Praxis der Steuerverwaltung zu lösen ist, erst dann liegt der Ball wieder beim Gesetzgeber.

2.3 Praktikermethode III (Steuerrekursgericht vom 27.8.2024 – 1 ST-2024.53). Der vom Steuerrekursgericht Zürich am 27.8.2024 (1 ST.2024.53) entschiedene Fall ist insofern bemerkenswert, als hier eine negative Unternehmensentwicklung zu einer höheren Vermögenssteuer führte. Das Urteil ist rechtskräftig.

Ausgangslage war die folgende: Die nicht operativ tätige Holdinggesellschaft hält nur eine einzige Beteiligung, welche sie 2016 für rund CHF 6,3 Mio. erworben hatte. Diese wurde zunächst auch mit den Anschaffungskosten in den steuerbaren Wert der Holding einbezogen, da dieser Kaufpreis gem. KS 28 (Rz. 2 Abs. 5) zunächst als Verkehrswert gilt. Allerdings gilt dies nur so lange, als sich die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft nicht wesentlich verändert. Als wesentliche Änderung gilt gem. Kommentar zum KS 28 u. a. «eine Umsatzveränderung von 20 %».

Nun sind wir alle so sozialisiert, dass wir mit einer Umsatzveränderung zunächst eine Umsatzsteigerung verbinden, was billigerweise auch höhere Steuern nach sich ziehen kann. Im vorliegenden Fall sank der Umsatz jedoch innert vier Jahren um rund 30 % und der Gewinn gar um 50 %. Da aber weder das KS 28 noch der Kommentar hier eine Richtung vorgeben, ist nach Ansicht des Gerichts auch bei einer negativen Entwicklung eine Neubewertung erforderlich. Im konkreten Fall führte dies zu einer Aufdeckung von stillen Reserven in Höhe von rund CHF 5,9 Mio.: «Aufgrund der rein schematischen Formelbewertung könne es in solchen Fällen vorkommen, dass trotz Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage ein höherer Wert resultiere, als jener, der vor drei Jahren [...] bezahlt worden sei» (E. 1.b). Auch hier wird – wie beim vorgängig besprochenen Urteil – kein Bedarf für ein unabhängiges Gutachten gesehen, da die Praktikermethode «in der Schweiz flächendeckend und einheitlich eingesetzt wird und über alle nichtkотиerten Firmen hinweg im Rahmen der Vermögenssteuer – im Durchschnitt – zu vertretbaren Resultaten führt» (E. 3.).

Diese Ausführungen sind nicht überraschend, entspricht dies doch der ständigen Rechtsprechung zu Bewertungsfra-

gen bei der Vermögenssteuer. Interessanter sind die weiteren Erwägungen des Gerichts, die mit der Praktikermethode nur noch wenig zu tun haben.

Da die Steuerpflichtige vorbringt, sie sei doppelt bestraft (Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage und höhere Steuern), nimmt das Gericht ungewöhnlicherweise eine eigene und fundamentale Analyse der Gesellschaft vor: Dazu vergleicht es die Gewinnmargen und Eigenkapitalrenditen der letzten Jahre mit Branchenwerten (Bundesamt für Statistik). Daraus wird geschlossen, dass die Steuerpflichtige «wohl keine Probleme gehabt hätte, die gewinnträchtige (Beteiligung) mit diesem Ertragspotenzial für einen markant höheren Preis zu verkaufen». Auch dies würde dafür sprechen, die ursprünglichen Anschaffungskosten nicht mehr zu berücksichtigen, «da sich daraus kein plausibler Verkehrswert der (Beteiligung) ableiten lässt» (4.b.dd). Weiter «erscheint der Kaufpreis [...] mit Bezugnahme auf die Rendite der letzten Jahre tatsächlich tendenziell als ungewöhnlich tief», was «Zweifel (weckt), dass es sich bei den ca. CHF 6,2 Mio. tatsächlich um einen objektiv im Markt gebildeten Unternehmenswert handelte» (E. 4.bb).

Diese Argumente mag man bei einer Parallelwertung in der Laiensphäre teilen, sie sind jedoch für die Zwecke der Vermögenssteuer unbeachtlich. Denn zunächst ist ein Kauf zum Kaufzeitpunkt für beide Seiten vorteilhaft, sonst würde er nicht stattfinden. In anderen Fällen gibt es steuerliche und nicht steuerliche Korrekturmassnahmen (von der verdeckten Gewinnausschüttung bis zum Betrug). Einstandspreise unter dem Formelwert sind daher kein Grund, die Anschaffungskosten in Frage zu stellen. Handelt es sich tatsächlich um ein Schnäppchen, wird das – wie im Urteil gezeigt – durch den Anpassungsmechanismus des KS 28 kompensiert.

2.4 Bewertung mit Multiplikatoren (BGerv vom 18.2.2025 – 9C_485/2024). Während sich – wie gesehen – die Gerichte häufig mit der Praktikermethode befassen, sind Urteile zur DCF-Methode selten und zu Multiplikatoren überhaupt nicht zu finden. Interessant ist daher der am 18.2.2025 entschiedene Fall (9C_485/2024)[4].

Der Sachverhalt ist übersichtlich: Eine Treuhandgesellschaft mit Sitz in der Schweiz erwarb im Jahr 2018 80 % der Aktien einer monegasischen Gesellschaft für rund CHF 3,4 Mio. Der (unbestritten marktkonforme) Kaufpreis wurde mit einem EBITDA-Multiplikator von fünf bestimmt. Ein Jahr später wurde die Beteiligung vollständig abgeschrieben, was u. a. mit der mangelnden Profitabilität der neuen Tochtergesellschaft begründet und offenbar auch von der Revisionsstelle gefordert wurde. Laut Sachverhalt war die Gesellschaft im Jahr 2019 bilanziell überschuldet und verfügte auch über keine nennenswerten stillen Reserven.

Die Steuerverwaltung qualifizierte die Abschreibung als grösstenteils nicht geschäftsmässig begründet. Dazu bewertete sie die Beteiligung mit derselben Methode, mit der die Steuerpflichtige den Kaufpreis ermittelt hatte, also einem EBITDA-Multiplikator von fünf, aber auf Basis des einfachen Durchschnitts der Ergebnisse der Geschäftsjahre 2016 bis einschliesslich 2019 (2016: TCHF 626, 2017: TCHF 601, 2018: TCHF –135, 2019: TCHF –332, ergibt TCHF 190).

Begründet wurde dieses Vorgehen mit der Massgeblichkeit der handelsrechtlichen Jahresrechnung und dem dort zu beachtenden Grundsatz der Stetigkeit (Art. 958c Abs. 1 OR). Da die Steuerpflichtige zur erstmaligen Bewertung der Beteiligung eine bestimmte Methode (eben den EBITDA-Multiplikator) gewählt habe, sei sie auch in den Folgejahren daran gebunden.

Die Ansicht der Steuerverwaltung und der Vorinstanz teilte auch das Bundesgericht. Zunächst habe die Vorinstanz *«n'a pas établi les faits»*, indem sie die Beteiligung mit einem Multiplikator bewertet habe. Schliesslich habe auch die Steuerpflichtige den Erwerb zu einem auf diese Weise ermittelten Kaufpreis im Verfahren bestätigt. Über deren Argument, *«qu'on ne pourrait pas lui opposer le principe de la permanence des méthodes puisqu'elle n'aurait pas choisi la méthode des multiples»*, seien auch keine weiteren Gründe genannt worden, die dagegensprechen würden. Zur Eignung eines Multiplikators für die Bewertung einer Beteiligung hält das Bundesgericht ausdrücklich fest, *«cette méthode permettait, en outre, une approche dynamique de la situation de la filiale (exploitation orientée vers le futur et vers sa continuation) ainsi que la prise en compte du résultat économique négatif allégué par la contribuable pour l'année 2019»* (E. 5).

Das Urteil liegt an der Schnittstelle von Rechnungslegung und Unternehmensbewertung, dennoch sollten die sich daraus ergebenden Fragen getrennt beantwortet werden: Zunächst ist zu prüfen, ob tatsächlich die Stetigkeit ein valables Argument für die weitere Verwendung der beim Kauf verwendeten Methode ist. Dann ist nach der Eignung eines Multiplikators für die Beteiligungsbewertung zu fragen.

Das Gesetz erwähnt den Grundsatz der Stetigkeit nicht ausdrücklich. Dieser ist jedoch gemeint, wenn Art. 958c Abs. 1 Nr. 6 OR vorschreibt, dass *«bei der Darstellung und der Bewertung stets die gleichen Massstäbe zu verwenden»* sind. Die Stetigkeit hat dabei zwei Dimensionen, eine sachliche und eine zeitliche. Sachlich wird zwischen der formellen Stetigkeit bei Darstellung und Gliederung und der materiellen Stetigkeit bei der Anwendung von Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden unterschieden. In zeitlicher Hinsicht unterscheidet man weiter die horizontale Stetigkeit (Stetigkeit über die Jahre hinweg) und die vertikale Ste-

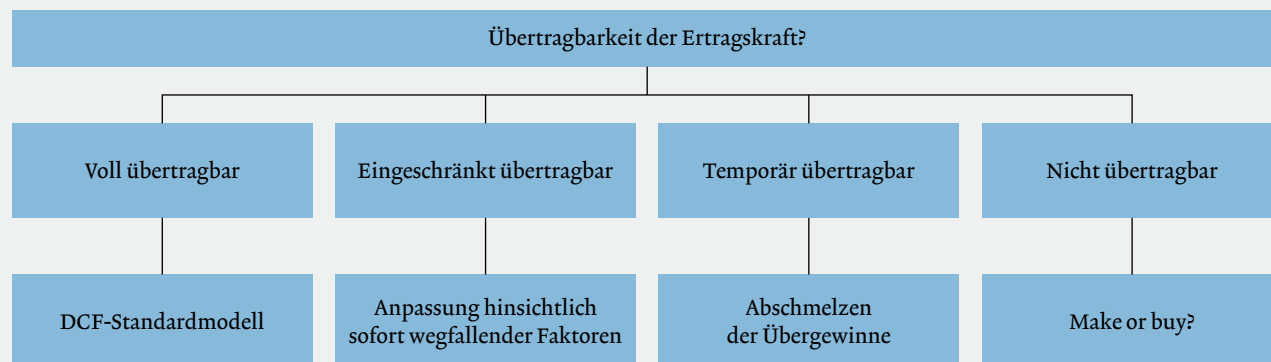
tigkeit (gleichartige Vermögenswerte und Schulden müssen in einem Geschäftsjahr auch gleich bewertet werden).

Der vorliegende Sachverhalt fällt allerdings unter keine dieser Kategorien, da es sich um zwei unterschiedliche Vorgänge handelt: Einmal um die Ermittlung von Anschaffungskosten einer Beteiligung bei der Ersterfassung und dann um deren Folgebewertung. Was zu den Anschaffungskosten eines Vermögenswerts rechnet, ist zum Zeitpunkt der Anschaffung zu entscheiden, nicht in den Folgejahren. Und natürlich sind für die Folgebewertung angewendete Bewertungsmethoden stetig anzuwenden, aber unabhängig von der Ermittlung der Anschaffungskosten. In diesem Sinne ist Stetigkeit stets linear zu sehen (vertikal oder horizontal). Die Folgebewertung ist hingegen unabhängig von der Ersterfassung, eine diagonale Stetigkeit gibt es nicht [5].

Bei der Frage der Zulässigkeit einer Multiplikator-Bewertung gilt das Mantra der Bewertung: Der Zweck bestimmt die Methode! Vorliegend ging es um die Bewertung einer Beteiligung in der Jahresrechnung. Dabei ist zu unterscheiden: Ist ein Verkauf geplant, muss der Verkehrswert (ohne Synergien) ermittelt werden. Soll die Beteiligung weiter gehalten werden, kann diese auch zum Nutzwert und unter Einbezug von Verbundeffekten bewertet werden, zur Beseitigung einer Überschuldung allenfalls auch über die Anschaffungskosten hinaus [6]. Zur Ermittlung von Verkehrswerten sind Multiplikatoren in der Regel nicht geeignet, da sie vom eigentlichen Bewertungsobjekt abstrahieren und bestenfalls eine Bandbreite möglicher Werte liefern [7]. Ein Nutzwert mag mit sorgfältig gewählten Multiplikatoren zu schätzen sein, allerdings sollten dann die Zukunftsaussichten berücksichtigt werden, was *forward multiples* erfordert, die auch künftige bzw. nachhaltige Ergebnisse einbeziehen. Im vorliegenden Fall wurde der Multiplikator auf Basis der vier letzten Geschäftsjahre ermittelt, die eine deutliche Verschlechterung der Situation zeigen. Ohne weiteres sollte also nicht davon ausgegangen werden, dass der einfache Durchschnitt (TCHF 190) nachhaltig erzielbar sein wird.

Was ist also aus dem Urteil zu lernen? Zunächst – leider – zur Rechnungslegung nur wenig. Entgegen der Ansicht des Bundesgerichts sind Ersterfassung und Folgebewertung nicht durch die Stetigkeit verbunden. Interessanter ist das Urteil aus Sicht der Unternehmensbewertung: Zumindest

Abbildung 1: **TYPEN DER ERTRAGSKRAFT UND IHRE MODELLIERUNG**



für die Bewertung von Beteiligungen in der Jahresrechnung (und Halteabsicht) scheint eine alleinige Bewertung mit Multiplikatoren zulässig zu sein. Deren Auswahl und Berechnung sollte jedoch ebenso sorgfältig erfolgen wie die Berechnung eines Zukunftserfolgs werts.

3. ENTWICKLUNGEN IN DER BEWERTUNGSLEHRE

3.1 Berücksichtigung der Personenbezogenheit bei Bewertungen. Bei KMU kommt dem Einfluss der Eigentümerschaft – der Unternehmerin oder des Unternehmers – besondere Bedeutung zu. Dies ist bei der Bewertung vor allem dann zu berücksichtigen, wenn die bisherige Eigentümerschaft tatsächlich (realer Verkauf) oder hypothetisch (gedachter Verkauf bei Verkehrswert) wegfällt.

Aufwandsseitig wird die Mitarbeit der Eigentümerschaft – sollte dies buchhalterisch noch nicht erfasst worden sein – bereits mit dem Ansatz des kalkulatorischen Unternehmerlohns berücksichtigt. Aber auch auf Seiten der Erlösplanung muss analysiert werden, welche personenbezogenen Einflüsse bestehen. Üblicherweise wird hier zwischen einer vollen, einer eingeschränkten, einer temporären oder einer nicht übertragbaren Ertragskraft unterschieden (vgl. *Abbildung 1*) [8]. Eine nur temporär übertragbare Ertragskraft – also etwa eine sich verringernde Kundenbasis – ist der häufigste Typus bei KMU.

Nicht jeder Wechsel der Eigentümerschaft muss sich auf die Ertragskraft auswirken. Dies betrifft bspw. Unternehmen, bei denen der Standort von entscheidender Bedeutung ist (Optikgeschäft, Apotheken, Bäckereien etc.). Ist die Ertragskraft in diesem Sinne voll übertragbar, kann dieses Unternehmen ohne Weiteres mit einem Standardmodell bewertet werden. Weiter mag es sein, dass sich die Ertragskraft auch bei personenbezogenen Unternehmen von der Eigentümerschaft emanzipiert hat und einen selbstständigen Vermögenswert verkörpert. Dies ist bspw. dann der Fall, wenn Namensrechte kommerzialisiert werden, also der eigene Name Dritten zur Bewerbung von Produkten und Dienstleistungen zur Verfügung gestellt wird, wie dies etwa bei sogenannten Influencerinnen und Influencern der Fall ist [9]. Die Ertragskraft hängt dann auch vom Schicksal ebendieses Vermögenswerts ab.

Wird im Extremfall festgestellt, dass keine übertragbare Ertragskraft vorliegt, ist ein Kauf nur als «Make-or-buy»-Entscheid sinnvoll: Für den Erwerbenden kann die Übernahme einer existierenden Infrastruktur günstiger sein als der Nachbau. Möglich ist, dass die Eigentümerin oder der Eigentümer den Unternehmenswert repräsentiert, also nach Eliminierung der nicht übertragbaren Ertragskraft kein positiver Ertragswert mehr verbleibt. Ein negativer Zukunftserfolgs wert bedeutet nicht unbedingt, dass das Unternehmen keinen Wert hat, schliesslich wäre ja noch auf den Liquidationswert zu verweisen [10].

3.2 Das Bundesgericht zur Personenbezogenheit. Das Bundesgericht hat sich in seinem Urteil vom 24.11.2022 (5A_361/2022) intensiv mit der Frage der Personenbezogenheit befasst. Im Kern war dort die Frage zu beantworten, ob

und inwieweit die Personenbezogenheit einer (kinder-)kieferorthopädischen Praxis bei deren Bewertung für güterrechtliche Zwecke (Errungenschaft) ausreichend berücksichtigt wurde. Die Praxis wurde dazu mit der Praktikermethode bewertet, wobei – um ebendiesem Umstand der Personenbezogenheit Rechnung zu tragen – der Substanzwert mit 90 % und der Ertragswert mit 10 % angesetzt wurde. Über dieses Urteil haben die Autoren bereits im Update Oktober 2023 berichtet [11].

Das Bundesgericht hatte diesem Vorgehen mit bemerkenswerter Klarheit eine Absage erteilt. Zunächst wird festgestellt, dass im vorliegenden Fall der Verkehrswert zu ermitteln sei (Art. 211 ZGB). Weiter wird zutreffend ausgeführt, dass dabei ein Verkauf des Unternehmens unterstellt wird [12]. Damit ist bei der Bewertung auch nur die übertragbare Ertragskraft zu berücksichtigen, da ja mit dem Verkauf auch die bisherige Eigentümerin und die mit ihr verbundenen Potenziale wegfallen. Die personenbezogenen Komponenten dürfen also nicht berücksichtigt werden. Denn wenn bei der Ermittlung eines Verkehrswerts eine Transaktion im Sinne eines Verkaufs «gedacht» wird, müssen auch die bisherige Eigentümerschaft und alle mit dieser Person zusammenhängenden Faktoren gedanklich wegfallen [13].

Die Praktikermethode wird für diesen Bewertungszweck vom Bundesgericht abgelehnt, denn diese «ermittelt den Ertragswert indes unter Einschluss der Leistungen des Unternehmers bzw. der Unternehmerin, weshalb sie im vorliegenden Kontext als ungeeignet erscheint» (E. 3.3.4.). Einen nur ungefähren Betrag für das Unternehmen anzunehmen, ist «methodisch unzulässig» und der so ermittelte Verkehrswert «willkürlich» (E. 3.3.4.).

Das Bundesgericht hat im Urteil auf Beiträge der Autoren verwiesen, in denen sie an konkreten Beispielen darstellen, wie die nur temporär übertragbare Ertragskraft quantifiziert und abgeschmolzen werden kann (E. 3.3.1.3. und E. 3.3.1.4.). Diese Beispiele gehen davon aus, dass eine Planung vorliegt und die daraus ersichtlichen Margen transparent und begründet abgeschmolzen werden können [14].

Nun ist es in der Praxis häufig so, dass eben keine Planung vorhanden ist und sich die Frage nach einer objektivierenden Bewertung schon an dieser Stelle stellt. Im Folgenden soll daher an einem einfachen *Beispiel* gezeigt werden, wie die bundesgerichtliche Rechtsprechung auch in diesen Fällen umgesetzt werden kann.

3.3 Annahmen zur Personenbezogenheit und ihre Plausibilisierung. Ausgangspunkt ist die Überlegung, dass die geplanten finanziellen Überschüsse zunächst auf dem eingesetzten Kapital und dessen unternehmerisch sinnvoller Verwendung beruhen. Die Überschüsse können also aufgeteilt werden in eine Vergütung für das Kapital (Kapitalkosten) und eine Prämie für die Unternehmerin oder den Unternehmer (Übergewinn). Dieser Übergewinn (oder auch Goodwill) enthält eine personenbezogene und eine geschäftsbezogene Komponente [15].

Diese Unterscheidung ist deswegen von Bedeutung, weil der geschäftsbezogene Goodwill bzw. die geschäftsbezogene Ertragskraft leichter auf eine Käuferin oder einen Käufer

Beispiel: **PLAUSIBILISIERUNG DER ÜBERTRAGBAREN MARGE BEI PERSONENBEZOGENEN UNTERNEHMEN**

Die Facility Management AG ist ein Kleinunternehmen mit acht Mitarbeitenden, Alleinaktionär A ist die treibende Kraft. Für Zwecke einer güterrechtlichen Einigung soll die vom Gericht beauftragte Gutachterin den Verkehrswert aller Anteile ermitteln. Bis auf die Jahresrechnungen der letzten Jahre (bis 2024) liegen keine weiteren Informationen vor und sind von den Parteien auch nicht zu erlangen. Zur Analyse und Erstellung einer eigenen gutachterlichen Planung muss daher auf Branchenzahlen und Branchenstudien zurückgegriffen werden. Die Umsatzentwicklung und die Margen werden entsprechend den Branchenwerten geplant.

Dabei zeigt sich, dass das Unternehmen – gemessen an der Branche – in den letzten Jahren stark gewachsen ist und – ebenfalls gemessen an der Branche – eine überdurchschnittliche Marge von 8,5 % aufweist. Nach dem gedachten Ausscheiden des Alleinaktionärs (da beim Verkehrs-

wert der Verkauf unterstellt wird) wird bei der Planung nur noch von einem branchenüblichen Wachstum und einer branchenüblichen Marge von 4,25 % ausgegangen. Vermutungsweise – und diese Annahme gilt es zu plausibilisieren – ist die vergleichsweise hohe Marge auf den persönlichen Einsatz des Alleinaktionärs zurückzuführen.

Dazu dient folgender Rechenweg: Es sei zur Verzinsung des investierten Kapitals eine Marge von 1,25 % erforderlich [17]. Wenn eine branchenübliche – und damit übertragbare – Marge von 4,25 % angenommen wird, enthält diese also 3,0 % ($4,25\% - 1,25\%$) geschäftsbezogene Marge. Entsprechend beträgt die personenbezogene und nicht übertragbare Marge 4,25 % ($8,5\% - 1,25\% - 3\%$). Das bedeutet, dass rund 60 % ($4,25\%$ von $7,25\%$) des gesamten Goodwills als personenbezogen und nicht übertragbar angenommen werden bzw. umgekehrt nur 50 % der gesamten Marge übertragbar sind.

Position	Marge	Erläuterung
EBIT-Marge 2024 (Ist)	8,50 %	Marge aus letzter Erfolgsrechnung (2024)
– Marge auf investiertes Kapital (internes Eigenkapital)	1,25 %	EBIT-Marge, die erforderlich ist, um das investierte Kapital mit den Kapitalkosten zu verzinsen
– Marge auf Geschäftsbetrieb	3,00 %	Annahme, dass rund 60 % des Goodwill ($4,25\% / 7,25\%$) bzw. 50 % der gesamten Marge ($4,25\% / 8,5\%$) personenbezogen sind
= Personenbezogene Marge	4,25 %	EBIT-Marge 2024 abzüglich der auf die Substanz und den Geschäftsbetrieb entfallenden Teile
= Übertragbare Marge	4,25 %	EBIT-Marge 2025 ff. (abgestimmt auf gutachterliche Planung)

Im Gutachten würden die Überlegungen zur Übertragbarkeit der Ertragskraft dann folgendermassen schliessen:

Bezüglich der Übertragbarkeit der Ertragskraft gehen wir von einer personenbezogenen und nicht übertragbaren Marge von rund 4,25 % aus. Dies bedeutet, dass wir

etwa 50 % der in der Vergangenheit realisierten Gewinne auf die persönlichen Eigenschaften des Inhabers zurückführen, die nach dessen Ausscheiden in der Zukunft nicht mehr realisiert werden können.

fer übertragen werden kann als der personenbezogene Goodwill bzw. die personenbezogene Ertragskraft [16]. Und nur die tatsächlich übertragbare Ertragskraft – also die auf die Substanz und das Geschäft entfallende Marge – ist wertrelevant.

Diese Überlegungen können auch in einer vereinfachten Form genutzt werden, um den personenbezogenen – und nicht übertragbaren Teil – der Marge zu plausibilisieren resp. um in einem verkürzten Verfahren komplexe Berechnungen zu vereinfachen.

4. ENTWICKLUNGEN IN DER BEWERTUNGSPRAXIS

Zu den Dauerbrennern bei Unternehmenswertungen gehören die Kapitalkosten. Bereits in den vergangenen zwei Jahren wurde an dieser Stelle darüber berichtet [18]. Seither hat sich in der Welt einiges getan: Trump hat Zölle eingeführt und die Nationalbank hat den Leitzins wieder auf 0 % ge-

senkt, um nur zwei Beispiele zu nennen. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob sich zentrale Kapitalkostenparameter wie der risikolose Zins, die Marktrisikoprämie und die Betafaktoren grundlegend verändert haben.

4.1 Risikoloser Zins. Der risikolose Zins bildet im Capital Asset Pricing Model (CAPM) die Ausgangsgrösse zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten. Auch bei den Fremdkapitalkosten dient er als Basis, bevor der individuelle Kreditrisikozuschlag (Credit Spread) erfolgt.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat seit März 2024 den Leitzins quartalsweise in Schritten von 0,25 oder 0,5 Prozentpunkten gesenkt. Seit Juni dieses Jahres liegt er sogar wieder bei 0 %. Bei Unternehmensbewertungen ist jedoch nicht der Leitzins der SNB massgebend, sondern die zum Bewertungsstichtag am Markt für risikofreie Papiere (Bundesobligationen) beobachtbaren Renditen auf Verfall.

Abbildung 2: **ENTWICKLUNG VON LEITZINS UND RISIKOLOSEM ZINS ÜBER DIE LETZTEN 24 MONATE**

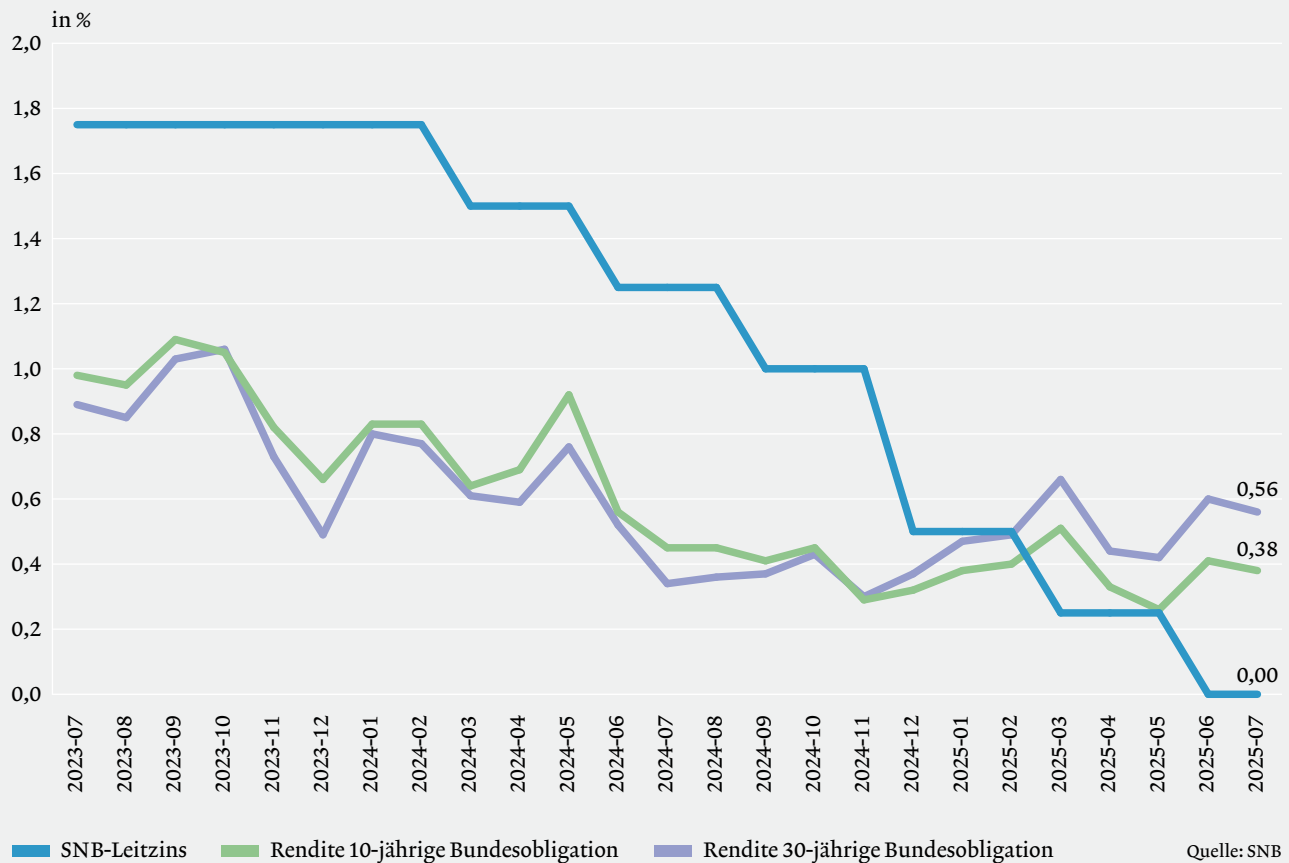


Abbildung 3: **ENTWICKLUNG DES VOLATILITÄTSINDIZES FÜR DEN SMI (VSMI) ÜBER DIE LETZTEN 24 MONATE**

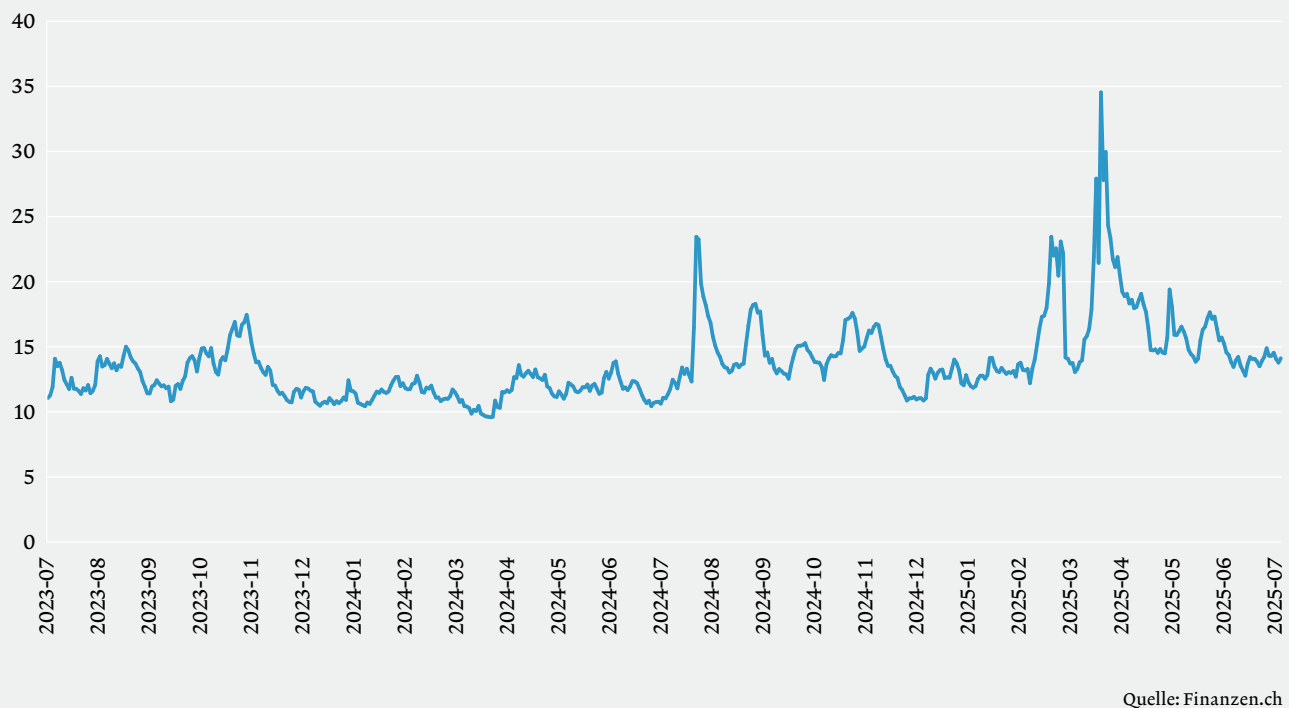
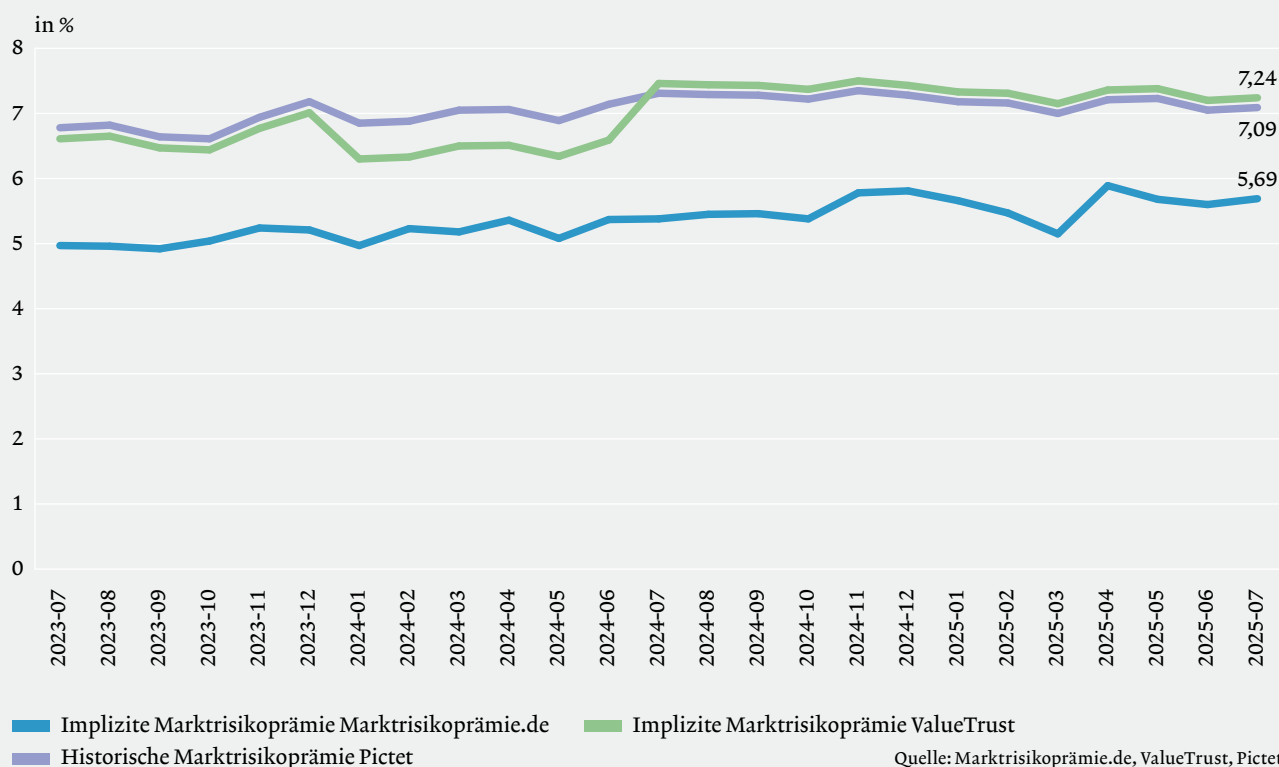


Abbildung 4: **ENTWICKLUNG DER MARKTRISIKOPRÄMIE FÜR DIE SCHWEIZ ÜBER DIE LETZTEN 24 MONATE**



Ein Blick auf die Entwicklung der Renditen 10- und 30-jähriger Bundesobligationen in den vergangenen 24 Monaten zeigt, dass diese zum Teil deutlich vom Leitzins abweichen (siehe *Abbildung 2*). Offenbar hatte der Markt bereits 2023 und 2024 deutliche Leitzinssenkungen eingepreist, während er aktuell eher wieder von einer leichten Zinserhöhung auszugehen scheint.

Prognosen sind bekanntlich schwierig, v. a. wenn sie die Zukunft betreffen. Das gilt nicht nur für Umsätze, Margen, Investitionen und Free Cashflows, sondern ebenso für die Kapitalkosten. Marktdaten haben den Vorteil, dass sie tagtäglich beobachtbar und intersubjektiv nachprüfbar sind. Daher empfiehlt es sich bei Bewertungen, «im sicheren Hafen» zu bleiben und – auch wenn die Versuchung bestehen mag, einen geglätteten Durchschnitt der Vergangenheit zu verwenden oder eine individuelle Anpassung vorzunehmen – auf das am Bewertungsstichtag gültige Marktzinsniveau abzustellen. Derzeit (Stand: September 2025) dürften risikolose Zinssätze um 0,5 % angemessen sein.

4.2 Marktrisikoprämie. Die Marktrisikoprämie stellt die Zusatzrendite dar, die Anlegerinnen und Anleger im Durchschnitt erwarten, wenn sie in den Aktienmarkt statt in eine risikofreie Anlage investieren. Steigt die Unsicherheit an den Märkten, führt dies tendenziell zu höheren Marktrisikoprämien.

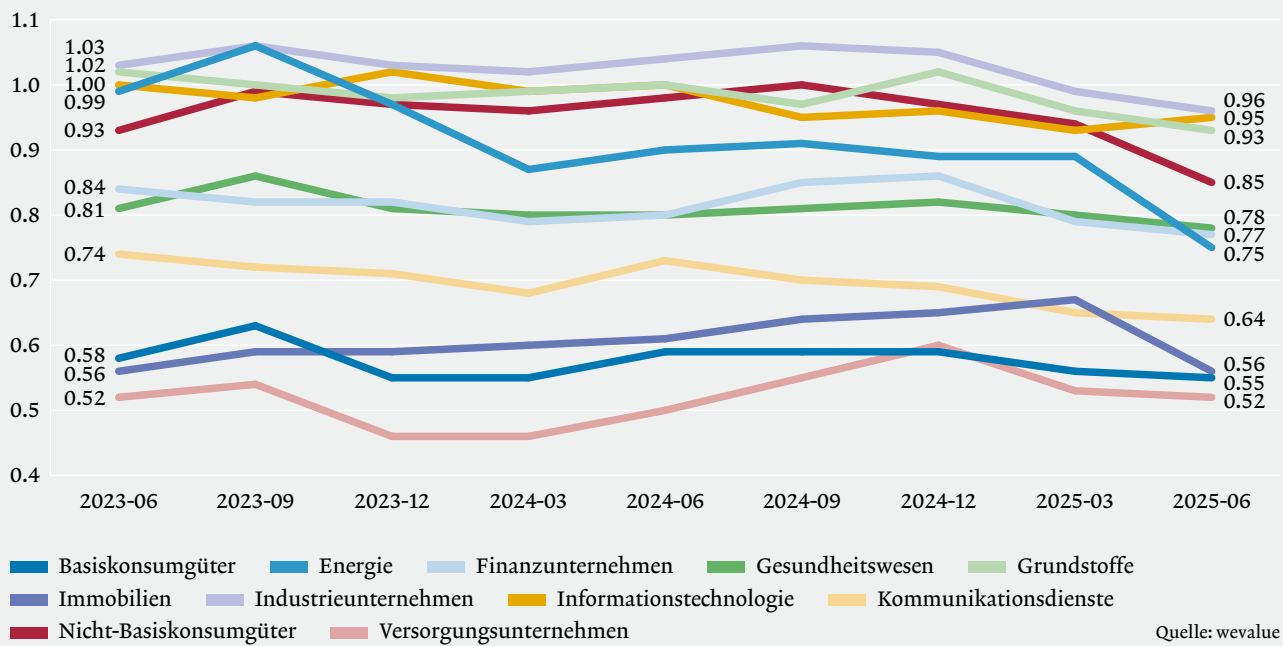
Ein Indikator dafür ist der Marktvolatilitätsindex VSMI, der die erwartete Schwankungsintensität des Swiss Market Index (SMI) misst und als «Angstbarometer» gilt. Wie in *Ab-*

bildung 3 ersichtlich, bewegt er sich üblicherweise zwischen 10 und 15 Punkten. In den vergangenen 24 Monaten gab es drei deutliche Ausschläge: im August 2024, im März 2025 und besonders im April 2025. Die jüngsten Anstiege dürften v. a. auf die Zollpolitik von Trump und die damit verbundenen Unsicherheiten zurückzuführen sein, der Ausschlag vor etwa einem Jahr wohl teilweise auf die überraschende Zinserhöhung der Bank of Japan. Seit Mai 2025 liegt der VSMI wieder unter 20 Punkten und zeigt eine fallende Tendenz. Das deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer keine dauerhaft erhöhte Unsicherheit erwarten und die Turbulenzen eher temporärer Natur sein dürften.

Betrachtet man die Entwicklung der Marktrisikoprämie über die letzten zwei Jahre, so ist ein leichter Anstieg auszumachen (siehe *Abbildung 4*) [19]. Es stellt sich die Frage, ob dieser auf eine erhöhte Marktunsicherheit oder auf andere Ursachen zurückzuführen ist. Die Marktrisikoprämie stellt definitionsgemäss die Differenz zwischen Marktrendite und risikolosem Zins dar. Sinkt der risikolose Zins – wie in *Abbildung 2* dargestellt – führt dies ceteris paribus zu einer höheren Marktrisikoprämie. Dies erklärt einen Grossteil des leichten Anstiegs der Prämie über die letzten zwei Jahre. Der Markt scheint somit trotz globaler Störfaktoren von relativ stabilen Renditeerwartungen auszugehen.

In *Abbildung 4* ist neben der implizit erwarteten Marktrisikoprämie, die auf Basis von (aktuellen) Aktienkursen und Analystenprognosen ermittelt wird, auch die historische Marktrisikoprämie dargestellt, die aus langfristig realisierten Marktrenditen abgeleitet wird. Welche dieser bei-

Abbildung 5: **ENTWICKLUNG DER VERSCHULDETEN (LEVERED) BETAS VON AUSGEWÄHLTEN SCHWEIZER BRANCHEN ÜBER DIE LETZTEN ZWEI JAHRE**



den Grössen bzw. Schätzverfahren für die Zukunft relevanter ist, bleibt eine «Glaubensfrage». Historische Werte sind einfacher zu messen, beruhen jedoch auf Zeiträumen, die teils bis zu beinahe 100 Jahre zurückreichen. Implizite Werte spiegeln aktuelle Erwartungen wider, erfordern jedoch zahlreiche strenge Annahmen und komplexe Modellierungen.

Fazit: Die Marktrisikoprämie sollte stets im Kontext des risikolosen Zinses betrachtet werden. Isoliert man die Zinsänderungen, deutet wenig darauf hin, dass der Markt höhere Renditeanforderungen stellt. Je nach Quelle und Annahmen ergeben sich – bei einem aktuellen risikolosen Zins von rund 0,5 % – Marktrisikoprämien zwischen etwa 5,5 % und 7,5 %.

4.3 Betafaktoren. Betafaktoren stellen neben dem risikolosen Zins und der Marktrisikoprämie die dritte benötigte Grösse im CAPM dar. Sie geben das Verhältnis der Schwankungen einer Einzelaktie zu den Schwankungen des Gesamtmarkts wieder. Wenn eine Aktie bzw. ihre Rendite stärker schwankt als der Markt, liegt das Beta über 1, im anderen Fall unter 1. Auch hier stellt sich die Frage, ob die jüngsten Ereignisse am (Welt-)Markt spürbare Auswirkungen auf die Betafaktoren haben.

Wie *Abbildung 5* zeigt, hat sich das Risiko in den meisten Branchen tendenziell verringert (Basiskonsumgüter, Energie, Finanzunternehmen, Gesundheitswesen, Grundstoffe, Industrieunternehmen, Informationstechnologie, Kommunikationsdienste, Nicht-Basiskonsumgüter). In vereinzelt Branchen (Immobilien, Versorgungsunternehmen) ist der Betafaktor praktisch unverändert, eine eindeutige Erhöhung ist in keiner Branche auszumachen.

Die dargestellten Werte beziehen sich auf verschuldete (levered) Betafaktoren, die das durchschnittliche finanzielle Risiko börsenkotierter Unternehmen in der jeweiligen Branche berücksichtigen. Weicht bei einer Bewertung die Kapitalstruktur des Bewertungsobjekts von dieser Durchschnittsstruktur ab, ist zunächst das unverschuldete (unlevered) Beta heranzuziehen und dieses anschliessend an die Kapitalstruktur des zu bewertenden Unternehmens anzupassen (relevieren) [20].

Da Betafaktoren üblicherweise über Zeiträume von zwei bis fünf Jahre ermittelt werden, bilden sie neuere Marktereignisse nur verzögert ab. Es empfiehlt sich daher, statistisch gemessene und in Datenbanken abrufbare Betafaktoren nicht unreflektiert zu übernehmen, sondern stets auf ihre ökonomische Sinnhaftigkeit zu prüfen. Je stärker die Schwankungen der Umsätze, Margen und Free Cashflows des Bewertungsobjekts, desto höher ist tendenziell auch das Risiko und somit der anzuwendende Betafaktor. Als grobe «Faustregel» dürfte gelten, dass sich Betafaktoren – je nach Branche und Kapitalstruktur – meist zwischen 0,5 und 1,5 bewegen dürften.

5. FAZIT

Auch wenn rückblickend jeder verschlungene Pfad als gerader Weg erscheint, bleibt die Zukunft ungewiss. Dies ist bei der Bewertung mit rückwärtsgewandten Methoden zu beachten. Auf erratisch handelnde Staatenlenker reagieren die Märkte – und die Kapitalkosten – erstaunlich gelassen. Ruhiger wird es nicht werden. Mit diesem jährlichen Beitrag wollen die Autoren in einer Welt in Bewegung zumindest bei der Unternehmensbewertung Orientierung bieten. Die Lösung des Einzelfalls bleibt stets im Ermessen des Bewertenden.

Fussnoten: 1) Vgl. Expertsuisse, Handbuch der Wirtschaftsprüfung 2023, Teil II N 179. 2) Bspw. Hüttche/Schmid, Update Unternehmensbewertung 2023, in: Expert Focus 2023/Okttober, S. 556 f. 3) Vgl. Hüttche/Schmid, Update Unternehmensbewertung 2023, in: Expert Focus 2023/Okttober, S. 554 f. 4) Vgl. dazu und im Folgenden Hüttche, standard 3/2025, S. 28. 5) Vgl. Pfaff/Hüttche/Zihler, Art. 958c, RN 56, in: veb-Praxiskommentar, 3. Aufl. 2024, S. 232. 6) Vgl. Loser/Glanz, Art. 725c, RN 17, in: veb-Praxiskommentar, 3. Aufl. 2024, S. 1090. 7) Vgl. Hüttche/Schmid, Unternehmensbewertung in der Schweiz, 2023, S. 70. 8) Vgl. Hüttche/Schmid, Unternehmensbewertung in der Schweiz, 2023, S. 99. 9) Nach der deutschen finanzgerichtlichen Rechtsprechung stellt «der kommerzialisierbare Teil des Namensrechts einer natürlichen Person [...] ein Wirtschaftsgut dar», ist «daher einlagefähig» und es «können Absetzungen für Abnutzung (Abschreibungen) vorgenommen werden», BFH vom 12. Juni 2019,

X R 20/17, BStBl II 2020, S. 3. Die Erwägungen des deutschen Bundesfinanzhofs sind nach Ansicht der Autoren auch auf die Schweizer Verhältnisse bzw. Begrifflichkeiten übertragbar. 10) Vgl. Petersen/Zwirner/Zimny, Handbuch Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2022, Abschnitt G.3., Rn. 22, S. 1344. 11) Vgl. Hüttche/Schmid, Update Unternehmensbewertung 2023, in: Expert Focus 2023/Okttober, S. 554 ff. 12) Mit weiteren Nachweisen zur Rechtsprechung zum Verkehrswert vgl. Hüttche/Schmid, Unternehmensbewertung in der Schweiz, 2023, S. 22 ff. 13) Vgl. Hüttche/Schmid, Unternehmensbewertung in der Schweiz, 2023, S. 25. 14) Vgl. Hüttche/Schmid, Pragmatisch, praktisch, gut: DCF-Bewertung von KMU, TREX 2/2019, S. 86 ff. 15) Vgl. Hüttche/Schmid, Pragmatisch, praktisch, gut: DCF-Bewertung von KMU, TREX 2/2019, S. 86 ff. 16) Vgl. Expertsuisse, Fachmitteilung Unternehmensbewertung, 2022, RN 75. 17) Die 1,25 % sind eine Annahme. Zur Berechnung benötigt man das inves-

tierte Kapital (bspw. 1000), die Kapitalkosten (bspw. 10 %), Steuersatz (bspw. 20 %) und den Umsatz (bspw. 8000). Unter diesen Annahmen gelangt man zu den 1,25 % ($8000 \times 0,0125 \times 0,8 = 80$). 18) Vgl. Hüttche/Schmid, Update Unternehmensbewertung 2023, in: Expert Focus 2023/Okttober, S. 559 ff.; Hüttche/Schmid, Update Unternehmensbewertung 2024, in: Expert Focus 2024/Okttober, S. 534 f. 19) Während die Marktrisikoprämie von Marktrisikoprämie.de direkt der Website entnommen werden konnte, wurde die Marktrisikoprämie von ValueTrust und Pictet als Differenz zwischen der ausgewiesenen (impliziten bzw. historischen) Marktrendite und der im jeweiligen Monat beobachtbaren Rendite der 30-jährigen Bundesobligation (gemäss Abbildung 2) abgeleitet. 20) Siehe hierzu auch Hüttche/Schmid, Unternehmensbewertung in der Schweiz, 2023, S. 130 ff.