

# UPDATE UNTERNEHMENSBEWERTUNG 2021

## Aktuelles aus Lehre, Praxis und Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung

**Bei Unternehmensbewertungen treffen Theorie und Praxis, Ökonomie und Juristerei 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. Das Update Unternehmensbewertung stellt regelmässig aktuelle und für die Berufspraxis bedeutsame Entwicklungen dar.

In diesem Jahr beleuchten die Autoren u. a. die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf die für die Unternehmensbewertung wesentlichen Kapitalmarktdaten. Und auch wenn die Autoren das Praktikerverfahren schon unter den Corona-Opfern wähten: Der Blick in die jüngsten Verlautbarungen der Steuerverwaltung und der Rechtsprechung zeigt: Totgesagte leben länger.

### 2. ENTWICKLUNGEN IN DER BEWERTUNGSPRAXIS

#### 2.1 Neufassung des Kreisschreibens 28 – Kapitalkosten.

Von den hohen Coronawellen fast verdeckt, hat sich bei der steuerlichen Bewertung nicht kotierter Wertschriften Bemerkenswertes getan. Diese ist bekanntermassen im Kreisschreiben Nr. 28 vom 28.08.2008, «Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer» (KS 28) geregelt. Das KS 28 ist eine interne Verwaltungsvorschrift, die dem Grunde nach nur für die Vermögenssteuer relevant ist, jedoch auch in andere Steuerarten ausstrahlt. Ganz allgemein wird sie in der Bewertungspraxis

als die verschriftlichte, offizielle und damit verbindliche Form des Praktikerverfahrens verstanden. Wird hier Hand angelegt, hat dies unmittelbare Auswirkungen auf die Bewertungspraxis.

Die Neufassung bzw. Aktualisierung vom 27. Oktober 2020 betrifft den Kernbereich einer jeden Bewertung, nämlich die Berechnung der Kapitalkosten. Bereits mit Wirkung für Bewertungen ab und auf den 1. Januar 2021 hat die Steuerverwaltung die Methodik zu deren Berechnung angepasst. 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» (KS 28, Rz. 10). Dies entspricht, sofern sich Ertrags- und Substanzwert vor dem Zuschlag auf den Kapitalisierungszins entsprechen, einem Abschlag von 10 % auf den gesamten Anteilswert (siehe *Beispiel 1*).

Die Illiquidität von Anteilen ist auch bei der Unternehmensbewertung mit DCF-Verfahren zu berücksichtigen [1]. Die Festlegung der Steuerverwaltung hat also Signalwirkung über den eigentlichen Sachverhalt hinaus.

Dies ist zu begrüßen, denn die Illiquidität wird gemeinhin als der wesentliche Grund für Renditeunterschiede zwischen kotierten und nicht kotierten Unternehmen gesehen. Allerdings wird damit deutlich gemacht, dass für weitere und in der Praxis verbreitete Zuschläge (bspw. Key Man Discount) kein Platz sein wird. Diese Risiken sind allein «über



TOBIAS HÜTTICHE,  
 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

**Beispiel 1:**

Bei einem zu kapitalisierenden Ertrag von 1000 und einem Kapitalisierungszins (alt) von 7,00% ergibt sich ein Ertragswert von 14 286. Nimmt man einen Substanzwert in gleicher Höhe – also 14 286 – an, ergibt sich bei doppelter Gewichtung des Ertragswerts und einfacher Gewichtung des Substanzwerts ein Anteilswert von 14 286.

Berücksichtigt man nun die Illiquidität mit einer Erhöhung des Kapitalisierungszinses um 17,65%, ergibt sich ein neuer Kapitalkostensatz von 8,24%, ein neuer Ertragswert von 12 136 und – bei unverändertem Substanzwert von 14 286 – ein Anteilswert von 12 853.

dem Strich», also bei den finanziellen Überschüssen, zu berücksichtigen.

Der Höhe nach liegt der Zuschlag am unteren Rand der berufsständischen Empfehlungen und aktuellen Untersuchungen für die Schweiz, die eine Bandbreite von 3 bis 6% sehen [2]. Das der Neufassung des KS 28 zugrunde liegende 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» [3].

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.

**2.2 Neufassung des Kreisschreibens 37 – Bewertungsmethoden bei Mitarbeiteraktien.** Mitarbeiteraktien sind gerade bei jungen Unternehmen und ihren Mitarbeitenden beliebt. Mit dem Kreisschreiben Nr. 37 «Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen» (KS 37) hat die Steuerverwaltung bereits 2013 die steuerlichen Folgen aufseiten der Mitarbeitenden umfassend beschrieben und in der Version vom 30. Oktober 2020 in Teilen neu gefasst. Für die Bewertungspraxis sind insbesondere die Ausführungen zur Bewertung von nicht kotierten Beteiligungen von Interesse, die bei der Besteuerung der Zuteilung und einer späteren Veräusserung relevant sind.

Im Zeitpunkt der Zuteilung kann dabei zwischen einem verfügbaren Verkehrswert und dem «nach einer für den entsprechenden Arbeitgeber tauglichen und anerkannten Methode ermittelte(n) Formelwert» (KS 37, Abschnitt 3.2.2) gewählt werden. Die gewählte Bewertungsmethode – Verkehrswert oder Formelwert – ist stetig anzuwenden, kommt also auch bei einer späteren Veräusserung zur Anwendung. Eine sich bei stetiger Anwendung ergebende Wertsteigerung gilt als steuerfreier privater Kapitalgewinn, bei einem Me-

thodenwechsel ist der Mehrwert i. d. R. als Einkommen im Zeitpunkt der Veräusserung zu versteuern. Um einen Methodenwechsel handelt es sich bspw. dann, wenn z. B. eine Mitarbeiterin ihre zum Formelwert zugeteilten Aktien später zum Verkehrswert an Dritte oder ihren Arbeitgeber verkauft.

**Beispiel 2:**

Die A AG gibt Mitarbeiteraktien aus. Aus einer gerade durchgeführten Kapitalerhöhung wäre ein Verkehrswert von CHF 100 pro Aktie verfügbar. Um die Steuerfolgen für die Mitarbeitenden möglichst gering zu halten, beantragt die A AG bei der zuständigen Steuerbehörde, auf einen selbst berechneten, niedrigeren Formelwert von CHF 20 abzustellen. Eine spätere Veräusserung zum Verkehrswert von CHF 200 pro Aktie führt zu einem steuerpflichtigen Einkommen von CHF 180 (= Differenz zwischen Verkehrswert und Formelwert).

Diese Janusköpfigkeit der Bewertung war bereits bis anhin in der Praxis zu beachten. Sie erfordert eine vorausschauende Beratung. In der Neufassung des KS 37 vom 30. Oktober 2020 ergeben sich folgende Anpassungen und Konkretisierungen: → Als möglicher Formelwert wird ausdrücklich auf die Praktikermethode im Sinne der Bewertungsmethodik gemäss KS 28 verwiesen.

→ Ein vollständig freier Kapitalgewinn wird angenommen, sofern das den Wechsel vom Formel- zum Verkehrswertprinzip auslösende Ereignis erst nach Ablauf einer fünfjährigen Haltedauer eintritt. Werden also zum Formelwert zugeteilte Aktien nach fünf Jahren zum Verkehrswert verkauft, ist der sich ergebende Kapitalgewinn steuerfrei.

→ Aktien, die im Zeitpunkt der Gründung einer Gesellschaft erworben werden, sowie solche, die ein Mitarbeitender zu Konditionen erwirbt, wie diese einer unabhängigen Drittperson gewährt werden, gelten nicht als Mitarbeiterbeteiligungen.

Die Aussicht, Wertsteigerungen nach fünf Jahren steuerfrei zu realisieren, macht das Formelwertmodell für die Steuerpflichtigen interessant. Damit wird sich auch die Steuerverwaltung mehr mit der Frage beschäftigen, was eigentlich genau die «für den entsprechenden Arbeitgeber taugliche und anerkannte Methode» ist. KS 28 bietet hier nun einen Safe-Haven, dessen Anwendung aber im Einzelfall geprüft werden muss. Bei jungen Unternehmen mit wenig Substanz, hohen Anlaufkosten, aber einer zu erwartenden glänzenden Zukunft führt das Praktikerverfahren bekanntermassen zu einer systematischen Unterbewertung. Dies ist für die begünstigten Mitarbeitenden sicher kein Problem, «verwässernde» Altaktionäre und «kapitaldurstige» CFOs sehen das vermutlich anders. Auch die beliebten Multiplikatoren sind bei Start-ups nur eingeschränkt brauchbar. DCF-Methoden bieten sich an. Ob aber bei einer Anpassung der Parameter (Kapitalkosten und -struktur, Restwertberechnung usw.) der Formelwert noch nach «der gleichen Methode» ermittelt wird, könnte in Zweifel gezogen werden. Hier empfiehlt sich eine vorzeitige Abstimmung mit der Steuerverwaltung. Dies

aus einem weiteren Grund: Ist – wie im obigen *Beispiel 2* – ein Verkehrswert verfügbar, so darf auch nur dann auf den Formelwert abgestellt werden, wenn der Arbeitgeber ein unbeschränktes Recht hat, die Aktien zum identischen Formelwert zurückzukaufen. Wie dieses Vorkaufsrecht ernsthaft vereinbart werden kann, ohne den Mitarbeitenden die Möglichkeit eines vorteilhaften Verkaufs zu nehmen, erfordert sicherlich Formulierungs- und Verhandlungsgeschick für den Aktionärsbindungsvertrag.

Diesen Aktionärsbindungsverträgen ist also auch aus steuerlichen Gründen mehr Aufmerksamkeit zu schenken. Die im Folgenden referierten, aktuellen Urteile zeigen, dass die Rechtsprechung dortige Festlegungen als «Formelwerte» durchaus anerkennt, sie als Ausdruck eines «Verkehrswertes» jedoch ablehnt.

### 3. ENTWICKLUNGEN IN DER RECHTSPRECHUNG

#### 3.1 Aktionärsbindungsvertrag und Einkommensteuer.

In dem vom Bundesgericht (BGer) mit Urteil vom 7. April 2020 (2C\_1057/2018) entschiedenen Fall geht es um einen alltäglichen und daher praktisch relevanten Sachverhalt: Rechtsanwalt A tritt als Arbeitnehmer in die C AG ein und erwirbt kurz vor Aufnahme seiner Tätigkeit vom bisherigen alleinigen Aktionär B die Hälfte der Aktien zum Nominalwert. Im kurz danach geschlossenen Aktionärsbindungsvertrag wird u. a. ein Veräusserungsverbot sowie ein gegenseitiges Vorkaufsrecht zum inneren Wert der Aktien bzw. dem Substanzwert des Unternehmens vereinbart. Solche naked-in/naked-out-Klauseln sind in vielen Branchen üblich und sollen im Grunde den Verbleib im Verband belohnen und dessen Substanz bewahren.

Im konkreten Fall erkannte die Steuerverwaltung einen geldwerten Vorteil zwischen dem von A bezahlten Kaufpreis und dem Verkehrswert der Aktien. Während dies dem Grunde nach von A anerkannt wurde, war die Höhe dieses Vorteils und damit des steuerbaren Einkommens strittig. Während die Steuerverwaltung das Unternehmen und die Anteile daran gemäss KS 28 bewertete, also nach dem Praktikerverfahren, stellte sich A auf den Standpunkt, dass auf den Aktionärsbindungsvertrag und damit auf den Substanzwert abzustellen sei. Über die Relevanz von Handänderungen war rechtlich und tatsächlich nicht zu entscheiden.

Das BGer folgte – wie bereits die Vorinstanz (Verwaltungsgericht Aargau, Urteil vom 17. Oktober 2018 [WBE.2018.249]) – dem Vorbringen von A, wonach auf den Aktionärsbindungsvertrag und damit den Substanzwert abzustellen sei. Dies wurde damit begründet, dass B sein Vorkaufsrecht im Zweifelsfall mit dem vereinbarten Preis (Substanzwert) ausüben wird. A ist damit auch nur ein solchermaßen berechneter Wert zugeflossen.

Das Urteil ist in mehrfacher Hinsicht bemerkenswert. Zum einen zeigt das BGer die Grenzen der Sicht der Steuerverwaltung auf, nach der für Vermögens- und Einkommensteuer stets derselbe Verkehrswert gelten müsse. Dies wird einmal dogmatisch begründet (wiederkehrende Mehrbelastung des fundierten Vermögens vs. periodengerechte Besteuerung). Danach wird es auch für zulässig gehalten, jedenfalls für Zwecke der Vermögenssteuer, eben nicht auf Aktionärs-

bindungsverträge Rücksicht zu nehmen. Anders jedoch bei der Einkommensteuer: Hier «bestehen (...) in einer Konstellation wie der vorliegenden gewichtige Gründe, die einkommensteuerliche Verkehrswertbemessung anders als die Bestimmung des Verkehrswertes für die Vermögenssteuer vorzunehmen» (E 8.4).

Weiter zieht das BGer Parallelen zu den oben bereits behandelten Mitarbeiteraktien. Zwar ist der verhandelte Fall etwas anders gelagert, da A die Aktien nicht unentgeltlich zugeteilt wurden, nach Ansicht des BGer jedoch «vergleichbar» (E.3). Wenn das BGer also eine vom KS 28 abweichende Bewertung im Aktionärsbindungsvertrag als «Formelwert» anerkennt, wird dies auch in der Diskussion mit der Steuerverwaltung um Mitarbeiteraktien ein gewichtiges Argument sein.

#### 3.2 Aktionärsbindungsvertrag und Vermögenssteuer. In

einem ähnlich gelagerten Fall ging es schliesslich um die Reichweite des Aktionärsbindungsvertrags bei der Vermögenssteuer. Zwischen Aktionär A und B sowie der Steuerverwaltung wurde über die Bewertung ihrer Aktien an einer Rechtsanwalts-gesellschaft (AG) gestritten. Während die Steuerverwaltung die Aktien entsprechend KS 28 bewertete, sahen A und B die im Aktionärsbindungsvertrag vereinbarte Bewertung zum Substanzwert für massgeblich an. Das Verwaltungsgericht Zürich hat mit rechtskräftigem Urteil vom 26. August 2020 (SB.2020.00024) der Steuerverwaltung Recht gegeben. Danach «bestehen keine ausreichenden Gründe, von der Bewertung gestützt auf das KS Nr. 28 abzuweichen».

Das Urteil ist methodisch wie praktisch interessant: Methodisch deswegen, weil A und B geltend machen, dass das Praktikerverfahren für die Bewertung einer kleinen Anwalts-gesellschaft unbrauchbar sei, da die Ertragskraft personenbezogen und schon rechtlich Klientenbeziehungen nicht veräusserbar seien. Diesem Argument folgt das Verwaltungsgericht mit Verweis auf die bundesgerichtliche Rechtsprechung nicht. Danach ist es «nicht unrealistisch, dass sich auch personenbezogene Gesellschaften im Markt Reputation und Kundenstamm aufbauen können, welche unabhängig von der Persönlichkeit des Mitarbeiters einen Marktwert darstellen» (BGer vom 6. Mai 2019 – 2C\_277/2018, E. 5.1). Diese Ansicht ist sicherlich zutreffend und wird in der Bewertungslehre unter dem Rubrum «temporär übertragbare Ertragskraft» seit einiger Zeit intensiv diskutiert und in Form von «Abschmelzmodellen» rechnerisch umgesetzt. Dass auch das Praktikerverfahren ein solches Abschmelzen systematisch berücksichtigen kann, haben die Autoren an anderer Stelle gezeigt [4]. Im vorliegenden Fall betrug der Ertragswert rund CHF 5,5 Mio., der Substanzwert hingegen CHF 0,6 Mio., wodurch – aufgrund der im Praktikerverfahren unterstellten Gewichtung von zwei Drittel bzw. ein Drittel – bereits 30% des Übergewinns (verstanden als Differenz zwischen Ertrags- und Anteilswert) abgeschmolzen wurde.

Praktisch ist von Bedeutung, dass der Aktionärsbindungsvertrag für Zwecke der Vermögenssteuer für unbeachtlich erklärt wurde: «Der Aktionärsbindungsvertrag verunmöglicht praktisch, dass ein freier Markt für die Aktien (...) besteht» (E.4.4.3). Verkehrswerte lassen sich damit nicht begründen.

Zu beachten ist der Unterschied zum vorangegangenen Urteil gerade mit Blick auf Mitarbeiteraktien: Regelungen im Aktionärsbindungsvertrag werden von der Rechtsprechung als «Formelwert» anerkannt, aber nicht als «Verkehrswert».

**3.3 Bewertung eines Hotelbetriebs.** Das Verwaltungsgericht Zürich hat sich im rechtskräftigen Urteil vom 11. März 2020 (SB.2018.00132) mit der Bewertung eines Hotelbetriebs (AG) befasst, der offensichtlich an prominenter Lage in Zürich nicht nur ein Hotel betreibt, sondern auch einen eigenen Gastwirtschafts- und Garagenbetrieb, Limousinen- und Chauffeurservice sowie Personalunterkünfte unterhält.

Gestritten wurde um die Höhe der Vermögenssteuer. Zwar waren sich die Parteien einig, dass die Aktien der AG mit dem Praktikerverfahren zu bewerten seien, uneinig war man sich jedoch beim Substanzwert des Unternehmens und speziell bei der Bewertung der Hotelliegenschaft.

Dazu hatte die Vorinstanz ein Gutachten eingeholt, in dem der Verkehrswert der Hotelliegenschaft als wesentlicher Vermögenswert des Unternehmens mit einer DCF-Methode bewertet wurde. Begründet wurde dies damit, dass auch eine Hotelimmobilie «gemanagt» werden müsse und deren Substanzwert über den Diskontierungs- und Kapitalisierungszinssatz direkt in die Bewertung eingehen würde.

Trotz der bekannt engen Grenzen einer eigenen Beurteilung wich das Verwaltungsgericht von der Bewertung des bestellten Gutachters ab und wies die Sache zur weiteren Untersuchung und zum Neuentscheid der Vorinstanz zurück. Die Begründung ist in mehrfacher Hinsicht interessant, gibt sie doch über den entschiedenen Fall hinaus Hinweise.

Zunächst kritisiert das Verwaltungsgericht zutreffend die falsche Benennung des Bewertungsobjekts. Zu bewerten sind im vorliegenden Fall alle Aktien der AG und nicht nur die Hotelimmobilie. Weiter – und dies wird in der Bewertungslehre unter dem Grundsatz der Bewertung der wirtschaftlichen Einheit vertreten – geht es um die Bewertung des gesamten operativen Betriebs. Hier stehen die Immobilie, der Gastwirtschaftsbetrieb und die weiteren Nebentätigkeiten in einem integralen Zusammenhang, der auch so zu modellieren und zu bewerten ist.

Weiter sieht das Verwaltungsgericht – ebenfalls zutreffend – die Kombination von zwei Bewertungsmethoden als «problematisch» (E.3.2.2) an. Zwar wird man (ganz allgemein) den Verkehrswert einer Immobilie auch als Teil des Substanzwertes mit einem zukunftsorientierten Verfahren (DCF- oder auch Ertragswert) bestimmen können. Allerdings ergeben sich Abgrenzungsprobleme, die umso grösser sind, je mehr diese Immobilie in das operative Geschäft eingebunden ist. Im vorliegenden Fall sieht das Verwaltungsgericht diese als so gravierend an, dass allenfalls eine gesamthafte Unternehmensbewertung nach der DCF-Methode die Problematik lösen könnte bzw. der eingeschlagene Weg des Gutachters die eigentliche Unternehmensbewertung «verfälscht» (E.3.2.2).

Schliesslich werden die Annahmen zu den Kapitalkosten als «offensichtlich erklärungsbedürftig» und «unbegründet» verworfen. Kritisiert wird zum einen, dass der Risikozuschlag von 3% einzig mit dem Wort «Gastgewerbe» unter-

legt wurde. Das ist sicherlich etwas mager. Der Einwand, dass die zum Bewertungsstichtag per 31. Dezember 2009 getroffenen Annahmen im Zeitpunkt der vorinstanzlichen Urteile und Gutachten in 2016 und 2017 überholt waren, verfangt hingegen nicht. Deren Plausibilität ist allein mit dem Kenntnisstand am Bewertungsstichtag – eben dem 31. Dezember 2009 – zu beurteilen. Spätere Erkenntnisse sind hier unbeachtlich, das verlangt schon der Grundsatz der stichtagsbezogenen Bewertung.

Was ist nun daraus zu lernen? Zunächst – und das ist nichts Neues – sollten bei allen Bewertungen das Bewertungsobjekt, die Bewertungsaufgabe und die Bewertungsmethode genau bestimmt werden. Das eine bestimmt das andere. Weiter lohnt es sich, gelegentlich die Bewertungsgrundsätze – wie bspw. in der Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU und der sie begleitenden Kommentierung niedergelegt – zu rekapitulieren. Die Einhaltung der Grundsätze zur Bewertung der wirtschaftlichen Einheit, der Relevanz des Bewertungsstichtags und der Nachvollziehbarkeit der Bewertung hätten das Verfahren, wenn nicht verhindert, so doch beschleunigt.

Weiter zeigt sich, dass bei der Bewertung betriebsnotwendiger Immobilien Fallen lauern. In einem DCF-Modell würden diese im Wert des gesamten Unternehmens aufgehen. Da betrieblich genutzte Immobilien (Produktions- und La-

gerhalten, Verwaltungsgebäude usw.) jedenfalls bei angemessener Fortführung des Unternehmens demselben operativen Risiko unterliegen wie das restliche Vermögen, müssen die Immobilien dieselben Kapitalkosten verdienen. Die Aktionäre sind mit den im Unternehmen gehaltenen Immobilien eben nicht am Immobilienmarkt engagiert, sondern operativ tätig. Anders verhält es sich, wenn die Immobilien in einer separaten Besitzgesellschaft gehalten werden.

Die mitunter zu beobachtende gesonderte Bewertung betrieblich genutzter Immobilien – mit allenfalls niedrigeren Kapitalkosten – unterstellt eine solche Absonderung vom operativen Geschäft und gelingt nur unter Ansatz einer angenommenen Miete beim operativen Rumpfbetrieb. Diese müsste konsequenterweise auch bei dessen Bewertung abgezogen werden. Unterbleibt dies, wird ein Unternehmen bewertet, das es so nicht gibt.

Wie hätte man den verhandelten Fall anders lösen können? Bei einem Hotelbetrieb ist die Immobilie kein Sonderwert, sondern ist ebenso operatives Vermögen, wie es die Produktionsanlagen eines Industriebetriebs sind. Insofern wären die Buchwerte oder geschätzte Rekonstruktionswerte ein Ansatz gewesen. Der Substanzbezogenheit des Erfolgs wird damit ausreichend Rechnung getragen und die Ertragskomponente im Ertragswert abgebildet. Auch die mit dem Praktikerverfahren beabsichtigte Relativierung der Ertragskraft – eben durch die Beimischung des niedrigeren Substanzwertes – wird so erreicht. Dass solchermassen ermit-

telte Werte von denen der DCF-Methode abweichen können, ist methodisch bedingt, aber bei einer Festlegung auf das Praktikerverfahren in Kauf zu nehmen.

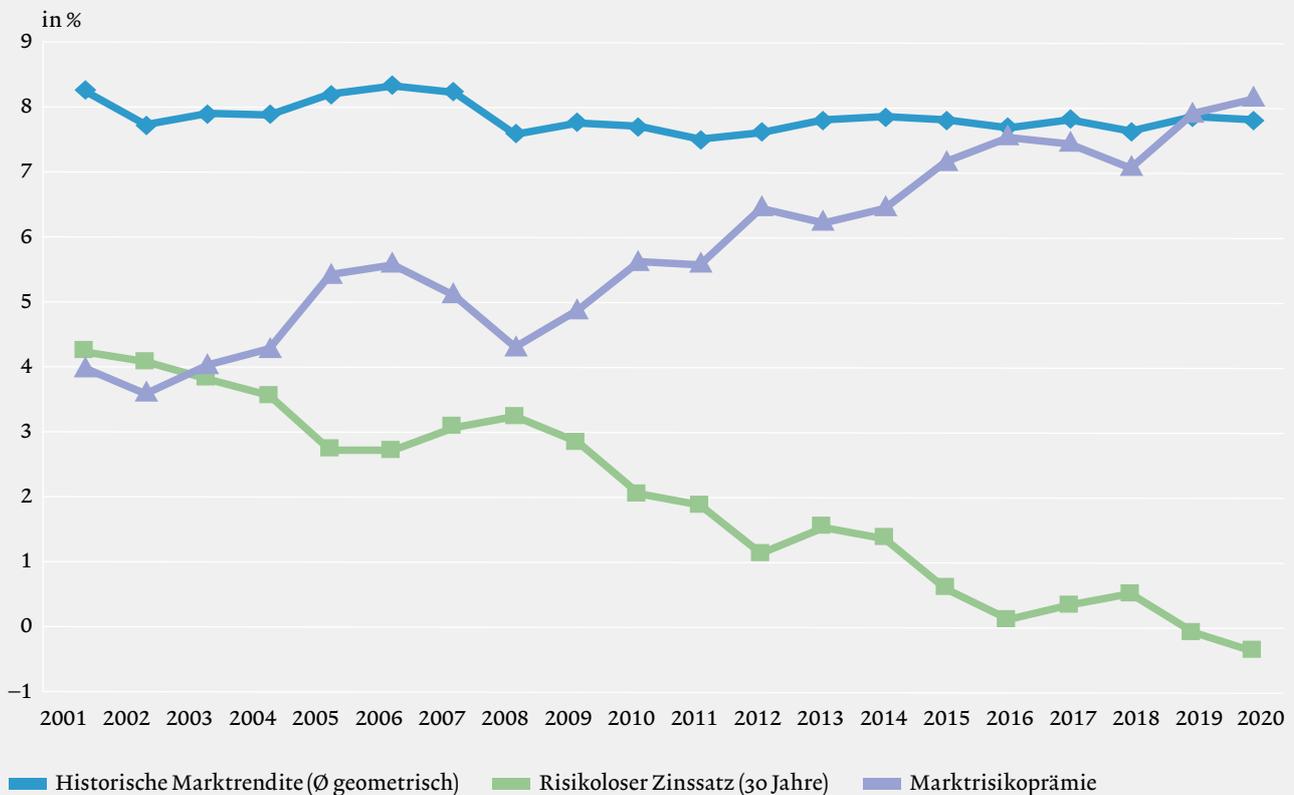
**4. ENTWICKLUNGEN IN DER BEWERTUNGSLEHRE**

Corona hat uns einmal mehr vor Augen geführt, dass nichts so bleibt, wie es ist. Vor dem Ausbruch der Pandemie erstellte Businesspläne und damit verbundene Planungsrechnungen dürften in vielen Fällen obsolet oder zumindest stark anpassungsbedürftig sein. Auch wenn die Unsicherheit vermeintlich gestiegen ist, hat Corona nicht an den Grundpfeilern der Bewertungslehre gerüttelt, firmenspezifische Risiken über dem Strich, sprich in den Cashflows, und gesamtwirtschaftliche Risiken im Nenner, sprich in den Kapitalkosten, zu berücksichtigen. Der Wert einer Unternehmung ergibt sich nach wie vor aus dem Barwert der zukünftig erwarteten Ertragsüberschüsse bzw. Cashflows [5].

In diesem Abschnitt wird aufgezeigt, ob und wie sich Bewertungsparameter wie Kapitalkosten und Multiples während und seit Corona verändert haben. Zudem zeigen die Autoren Möglichkeiten auf, wie man die durch Corona ausgelöste zusätzliche Unsicherheit in der Bewertung berücksichtigen kann.

**4.1 Kapitalkosten.** Kapitalkosten spiegeln bekanntlich die Renditeerwartungen der Investoren wider. Ausgangspunkt

Abbildung 1: HISTORISCHE MARKTRENDITE, RISIKOLOSER ZINSSATZ UND MARKTRISIKOPRÄMIE FÜR DIE SCHWEIZ



der Überlegung bildet i. d. R. die Rendite einer risikolosen Anlage, adjustiert um eine objektbezogene Risikoprämie. Gemäss dem in der Praxis weit verbreiteten Capital Asset Pricing Model (CAPM) ergibt sich diese Risikoprämie aus der mittels Betafaktor multiplizierten Markttrisikoprämie [6]. Je höher das systematische Risiko einer Unternehmung bzw. Aktie, desto höher der Betafaktor und somit der Risikozuschlag.

**4.1.1 Risikoloser Zinssatz.** *Abbildung 1* zeigt, wie sich der risikolose Zinssatz in den letzten 20 Jahren entwickelt hat. Während dieser bis 2010 noch 2% oder mehr betrug, liegt er seither im tiefen einstelligen Bereich bzw. seit 2019 sogar im Minus. Corona hat daran grundsätzlich nichts geändert, auch wenn in jüngster Zeit erste Inflationstendenzen und damit wieder leicht höhere risikolose Zinssätze um die Nullgrenze auszumachen sind. Es dürfte daher nach wie vor angemessen sein, bei einer Bewertung einen risikolosen Zinssatz von 0% bis 1% anzusetzen. Für 0% spricht wohl das aktuelle Zinsniveau, für 1% die Tatsache, dass die Schweizer Gesamtwirtschaft langfristig real wachsen dürfte und früher oder später auch wieder Inflation einkehren wird.

**4.1.2 Markttrisikoprämie.** Ein entgegengesetztes Bild zeigt sich bei der Markttrisikoprämie. Diese hat im Zeitablauf kontinuierlich zugenommen. Die Markttrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen Markttrendite und risikolosem Zinssatz. Unterstellt man eine relativ konstante Markttrendite, was gemäss *Abbildung 1* zutreffend erscheint, folgt logisch, dass die Markttrisikoprämie bei sinkendem risikolosem Zins ansteigen muss. Stützt man sich auf die am Schweizer Aktienmarkt in den letzten knapp 90 Jahren durchschnittlich erzielte Rendite von knapp 8% und setzt einen risikolosen Zinssatz von 0 bis 1% an, so resultiert eine Markttrisikoprämie zwischen 7 und 8%.

Es gibt Stimmen, die behaupten, dass die in der Vergangenheit erzielte Markttrendite keine vernünftige Schätzung für die Zukunft darstellt, insbesondere in Anbetracht der sich durch Corona ergebenden Verschiebungen. Was die Zukunft bringt, wissen wir alle nicht. Nimmt man allerdings die heute am Kapitalmarkt beobachtbaren Preise und die darin enthaltenen Erwartungen bezüglich Dividenden und Renditen als Massstab, so scheint man auch Post-Corona von einer langfristig erzielbaren Markttrendite von 7 bis 8% auszugehen [7].

**4.1.3 Beta.** Während der risikolose Zins und die Markttrisikoprämie für alle Unternehmen bzw. Bewertungen in der Schweiz per Definition identisch sein sollten, unterscheidet sich der Betafaktor von Unternehmung zu Unternehmung. Der Betafaktor widerspiegelt das systematische Risiko – namentlich das operative und finanzielle Risiko – einer Unternehmung. Dieses ist in erster Linie durch das Geschäftsmodell und die Kapitalstruktur geprägt. Ersteres dürfte stark von der Branche abhängig sein, zweiteres von der Finanzpolitik und dem Kapitalmarktzugang des Bewertungsobjekts abhängen.

Bei der Bewertung von KMU ist es üblich, bei der Schätzung des Betafaktors auf eine Gruppe vergleichbarer börsen-

kotierter Unternehmen (Peer Group) abzustellen. Alternativ werden oftmals branchenübliche Betafaktoren herangezogen. Wie *Tabelle 1* zeigt, fällt das Beta je nach Branche und Kapitalstruktur (Verschuldungsgrad) unterschiedlich aus. Während wenig konjunkturabhängige Branchen wie die Basiskonsumgüter bzw. Nahrungsmittelindustrie Betafaktoren unter 1,0 aufweisen, sind bei Industrie- und IT-Unternehmen typischerweise Betafaktoren um bzw. über 1,0 auszumachen. Da die Kapitalstruktur einen wesentlichen Einfluss auf das Beta bzw. Risiko einer Unternehmung hat, ist es wichtig, den Betafaktor an die konkrete Finanzierung des Bewertungsobjekts anzupassen (Relevering des unlevered Betas).

Wie bei den anderen Kapitalkostenparametern geht es auch beim Beta um einen für die Zukunft erwarteten Faktor. Nimmt man nun aktuelle bzw. vergangene Betafaktoren als Basis für die Zukunft, so ist eine wichtige Voraussetzung, dass die Höhe ökonomisch Sinn macht und der Wert einigermaßen zeitstabil ist (ausser es gab nachweisliche Strukturänderungen). Um die Zeitstabilität, insbesondere in von Unsicherheiten geprägten Zeiten wie Corona, zu untersuchen, wurden beispielhaft vier Schweizer Unternehmen aus unterschiedlichen Sektoren analysiert (siehe *Abbildung 2*). Während die Jungfrauahn lange Zeit Betafaktoren deutlich unter 1,0 aufgewiesen hat, ist seit Corona ein starker Anstieg auf rund 1,0 zu beobachten. Der Grund liegt auf der Hand: Der Aktienkurs hat als Folge des Lockdowns im Februar/März 2020 stark abgenommen, während er sich bei den Lockerungen im November 2020 wieder deutlich erholt hat. Da die Aktie stärker ausgeschlagen hat als der Gesamtmarkt, erstaunt es nicht, dass sich der Betafaktor der Jungfrauahn erhöht hat.

Während das Risiko und somit der Betafaktor bei der Jungfrauahn seit Corona deutlich gestiegen ist, hat sich dieser bei ABB, Emmi und Roche in einem wesentlich schmaleren Korridor verändert. Es zeigt sich einmal mehr, dass Nahrungsmittelweitestgehend robust sind gegenüber Marktveränderungen und geringeren Schwankungen ausgesetzt sind als andere Firmen bzw. der Gesamtmarkt. Ferner zeigt sich auch, dass die Betafaktoren im Zeitablauf nicht so zeitstabil sind. Umso wichtiger ist eine sorgfältige Analyse. Rollierende Zeiträume zur Schätzung des Betafaktors erlauben, den Einfluss von Marktveränderungen auf das systematische Risiko des Unternehmens zu untersuchen. Potenziell identifizierte Unterschiede bei den Betafaktoren im Zeitablauf sind daraufhin zu beurteilen, ob sie kurzfristige Ausreisser im Zusammenhang mit temporären Marktverzerrungen darstellen oder Anzeichen eines Strukturbruchs sind [9]. Die Kapitalkosten müssen zu den zukünftigen Cashflows passen. Kommt man also zum Schluss, dass der Betafaktor zu einem bestimmten Zeitpunkt wie dem Ausbruch der Covid-Pandemie ungewöhnlich hoch oder tief war, so ist es vermutlich sinnvoll, den Betafaktor zu normalisieren und auf einen Schätzzeitraum abzustellen, der das nachhaltige operative Unternehmensrisiko adäquater abbildet. Diesbezüglich kann auch ein Vergleich von Betafaktoren hilfreich sein, die mittels unterschiedlicher Renditeintervalle über unterschiedlich lange Zeiträume geschätzt werden.

Wie auch schon in einem früheren Beitrag ausgeführt, kann als Faustregel gelten, dass sich Betafaktoren in aller

Tabelle 1: BETAFAKTOREN, MULTIPLES UND KENNZAHLEN DER BÖRSENOTIERTEN UNTERNEHMEN IN DER DACH-REGION

Industrie	Unter- nehmen	Beta			Multiples				Kennzahlen			
		Levered Beta	Ver- schul- dungs- grad (FK/EK)	Unleve- red Beta	Umsatz- Multiple	EBITDA- Multiple	EBIT- Multiple	Gewinn- Multiple	Buch- wert- Multiple	Umsatz- wachs- tum	EBITDA- Marge	ROIC
<b>Basiskonsumgüter</b>	<b>36</b>	<b>0,47</b>	<b>0,06</b>	<b>0,42</b>	<b>1,0</b>	<b>11,3</b>	<b>20,9</b>	<b>26,4</b>	<b>1,8</b>	<b>0,7%</b>	<b>10,0%</b>	<b>6,7%</b>
Handel mit Lebensmitteln und Basis- konsumgütern	4	0,49	0,10	0,48	0,7	4,7	27,6	66,6	1,5	-1,6%	4,1%	2,7%
Haushaltsartikel & Körperpflege- produkte	4	0,64	0,00	0,63	1,8	14,0	20,7	30,3	2,9	0,8%	13,3%	9,4%
Lebensmittel, Getränke & Tabak	28	0,45	0,12	0,37	0,8	10,3	19,7	25,7	1,7	0,7%	10,0%	6,0%
<b>Energie</b>	<b>7</b>	<b>0,98</b>	<b>0,06</b>	<b>0,70</b>	<b>1,8</b>	<b>14,5</b>	<b>26,5</b>	<b>17,9</b>	<b>2,0</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,5%</b>	<b>-3,5%</b>
<b>Finanzen</b>	<b>83</b>	<b>0,93</b>	<b>0,00</b>	<b>0,83</b>	<b>1,5</b>	<b>9,8</b>	<b>13,7</b>	<b>18,2</b>	<b>1,1</b>	<b>3,2%</b>	<b>11,0%</b>	<b>5,1%</b>
Banken	15	1,24	0,00	0,78	2,0	10,7	12,2	14,2	0,7	1,1%	34,3%	4,7%
Diversifizierte Finanzdienstleister	56	0,85	0,00	0,77	2,3	10,3	15,3	19,7	1,4	6,3%	11,8%	4,8%
Versicherung	12	0,96	0,00	0,96	0,7	8,7	9,5	15,3	0,9	1,1%	6,6%	7,2%
<b>Gesundheitswesen</b>	<b>72</b>	<b>0,85</b>	<b>0,00</b>	<b>0,77</b>	<b>4,5</b>	<b>18,6</b>	<b>27,2</b>	<b>31,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2%</b>	<b>14,2%</b>	<b>8,0%</b>
Gesundheitswesen: Ausstat- tung & Dienste	37	0,67	0,00	0,62	2,7	18,6	28,9	33,9	3,2	5,2%	15,3%	8,0%
Pharmazeutika, Biotechnologie & Lebenswissenschaften	35	0,94	0,00	0,88	6,2	20,9	26,4	30,9	4,6	2,7%	6,0%	6,2%
<b>Immobilien</b>	<b>54</b>	<b>0,46</b>	<b>0,67</b>	<b>0,26</b>	<b>12,8</b>	<b>25,6</b>	<b>26,0</b>	<b>15,0</b>	<b>1,2</b>	<b>4,7%</b>	<b>51,0%</b>	<b>2,7%</b>
<b>Industrieunternehmen</b>	<b>160</b>	<b>1,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,90</b>	<b>1,3</b>	<b>12,4</b>	<b>21,7</b>	<b>31,3</b>	<b>2,5</b>	<b>0,6%</b>	<b>9,2%</b>	<b>5,2%</b>
Investitionsgüter	121	1,10	0,01	0,94	1,2	12,8	23,0	33,7	2,4	1,2%	8,9%	5,1%
Kommerzielle & professionelle Dienst- leistungen	17	0,86	0,00	0,70	1,3	13,2	17,9	26,6	3,0	-1,2%	10,7%	7,5%
Transportwesen	22	0,94	0,14	0,77	1,8	10,7	20,2	22,1	2,1	0,1%	12,6%	4,9%
<b>Informationstechnologie</b>	<b>82</b>	<b>0,97</b>	<b>0,00</b>	<b>0,93</b>	<b>1,8</b>	<b>15,8</b>	<b>32,6</b>	<b>35,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9%</b>	<b>11,6%</b>	<b>7,8%</b>
Halbleiter & Halbleiterausüstung	7	1,07	0,00	1,07	2,9	16,2	40,6	52,0	3,4	1,8%	15,5%	5,2%
Software & Dienste	43	0,86	0,00	0,85	1,7	16,2	33,9	36,0	4,2	8,9%	11,6%	10,6%
Technologie-Hardware & Ausrüstung	32	1,01	0,00	1,01	1,8	15,3	22,8	30,2	2,5	2,5%	10,2%	7,1%
<b>Kommunikationsdienste</b>	<b>41</b>	<b>0,78</b>	<b>0,09</b>	<b>0,61</b>	<b>1,5</b>	<b>10,3</b>	<b>17,4</b>	<b>22,1</b>	<b>2,9</b>	<b>-1,1%</b>	<b>11,7%</b>	<b>5,6%</b>
Medien & Unterhaltung	28	0,85	0,00	0,74	1,6	11,7	21,4	32,3	3,0	-1,5%	9,8%	5,6%
Telekommunikationsdienste	13	0,72	0,20	0,59	1,5	7,3	15,7	17,5	2,8	0,2%	17,9%	5,7%

Tabelle 1: BETAFAKTOREN, MULTIPLES UND KENNZAHLEN DER BÖRSENKOTIERTEN UNTERNEHMEN IN DER DACH-REGION

Industrie	Unternehmen	Beta			Multiples					Kennzahlen		
		Levered Beta	Ver-schul-dungs-grad (FK/EK)	Unle-ved Beta	Umsatz-Multiple	EBITDA-Multiple	EBIT-Multiple	Gewinn-Multiple	Buch-wert-Multiple	Umsatz-wachstum	EBITDA-Marge	ROIC
<b>Material</b>	53	0,93	0,05	0,91	1,3	12,0	20,5	25,0	2,1	1,6%	13,9%	8,7%
<b>Nicht-Basiskonsumgüter</b>	85	0,99	0,04	0,75	1,2	11,3	21,2	20,7	1,9	-1,1%	9,3%	2,8%
Gebrauchsgüter & Bekleidung	30	0,84	0,00	0,70	1,3	16,3	24,9	29,6	1,8	-2,6%	9,3%	2,9%
Gross- und Einzelhandel	22	0,95	0,00	0,77	1,0	10,6	14,1	14,5	3,2	0,4%	7,4%	11,6%
Kraftfahrzeuge & Komponenten	20	1,35	0,28	0,73	0,7	9,8	32,3	15,9	1,4	-0,3%	7,3%	0,9%
Verbraucherdienste	13	0,99	0,00	0,94	3,7	21,3	21,9	28,0	3,0	4,8%	13,5%	5,1%
<b>Versorgungsunternehmen</b>	15	0,36	0,05	0,30	2,2	13,7	27,7	25,4	1,6	0,7%	10,7%	3,3%
<b>Total (DACH-Region)</b>	688	0,87	0,01	0,75	1,7	13,3	22,2	24,7	2,1	1,6%	11,4%	5,2%

(Quelle: we value) [8]

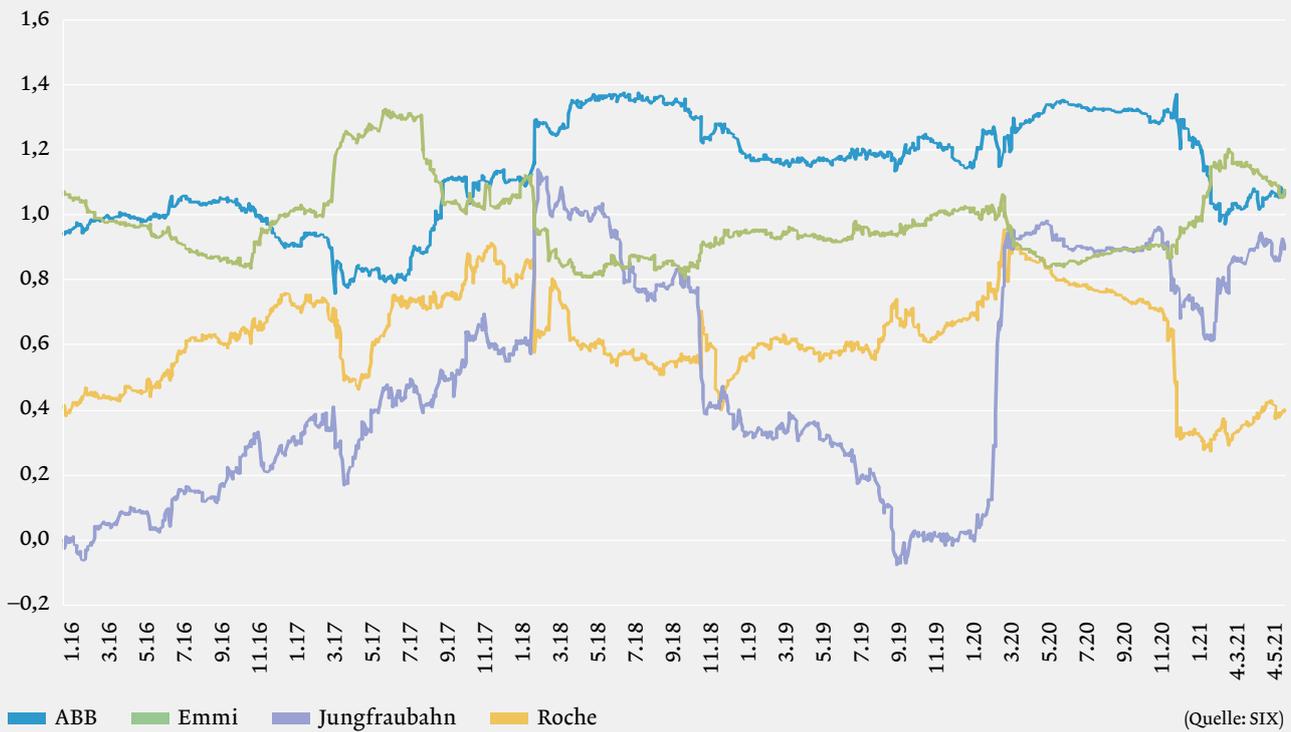
Regel zwischen 0,5 und 1,5 bewegen [10]. Daran hat auch Corona nichts geändert, wie die empirischen Auswertungen in *Tabelle 1* und *Abbildung 2* zeigen. Sehr tiefe Betafaktoren sind oftmals ein Zeichen dafür, dass eine Aktie wenig gehandelt wird und somit eine hohe Illiquidität aufweist. Statistische Kennzahlen wie das Bestimmtheitsmass R<sup>2</sup> oder der t-Wert mit tiefer Ausprägung deuten zusätzlich darauf hin [11]. Da es sich bei Betafaktoren um begründete Schätzungen und keine mechanischen Rechenübungen handelt, ist entscheidend, dass eigens berechnete oder von Vergleichsunternehmen und aus Branchen abgeleitete Betafaktoren nicht einfach unreflektiert übernommen werden, sondern stets auf ihre ökonomische Validität hin untersucht werden. Nur so ist sichergestellt, dass dieser Faktor das zukünftige operative und finanzielle Risiko des Bewertungsobjekts angemessen widerspiegelt.

**4.1.4 Eigenkapitalkosten.** Obwohl Kapitalkosten i. d. R. baukastenmässig zusammengebaut werden, darf der Blick für das grosse Ganze nicht verloren gehen. Die im Treuhand-Almanach publizierten und in *Tabelle 2* ersichtlichen Bandbreiten geben Hinweise zur Plausibilisierung [12]. Nebst den in diesem Beitrag diskutierten Parametern risikofreier Zins, Marktrisikoprämie und Beta ist es in der Schweiz üblich, bei der Bewertung von KMU eine Small-Cap-Prämie um die 5 % anzusetzen, um der eingeschränkten Handelbarkeit von KMU-Anteilen Rechnung zu tragen [13]. Bringt man all diese Elemente zusammen, so resultieren je nach Betafaktor Eigenkapitalkosten zwischen 8 und 17%. Diese Bandbreite dürfte auch über Corona hinaus Gültigkeit haben.

Unternehmen, die auf Fremdkapital zurückgreifen, haben nebst den Eigenkapitalkosten auch die Fremdkapitalkosten zu schätzen. Hierbei zeigt sich, dass der mit Fremdkapital erhoffte Steuervorteil umso geringer ausfällt, je tiefer die Zinsen und je tiefer die Steuersätze sind. Beide Grössen haben sich in den letzten Jahren tendenziell nach unten entwickelt. Auch hier gilt es, bei Bewertungen Werte anzusetzen, die für die Zukunft erwartet werden. Entscheidender als die Frage, ob die Fremdkapitalkosten nun 2 %, 3 % oder 4 % betragen, dürfte aber sein, dass die Fremd- und Eigenkapitalkosten zu Marktwerten gewichtet werden. Obwohl theoretisch unbestritten und in der Diskussion eigentlich klar (Investoren kaufen eine Unternehmung zu Marktwerten und nicht zu Buchwerten), wird dieser Punkt bei Bewertungen doch oftmals übersehen.

**4.2 Multiples.** Eine Ergänzung zur DCF- oder Ertragswert-Methode stellt das Multiples-Verfahren dar. Auf Basis von beobachtbaren Preisen aus Transaktionen oder von vergleichbaren börsenkotierten Firmen werden Verhältniszahlen – eben Multiplikatoren – gebildet und diese auf einzelne Schlüsselzahlen des Bewertungsobjekts angewandt. Bereits in Vor-Corona-Zeiten beliebt, dürfte diese Methode auch in Zukunft eine hohe Zustimmung finden, allen voran bei M & A-Beratern und Banken. So wird anhand eines Multiplikators z. B. schnell und einfach ersichtlich, innert welcher Frist ein Kaufpreis aus Gewinnen resp. Cashflows refinanziert werden kann bzw. wie häufig ein EBITDA oder Gewinn

Abbildung 2: **ROLLIERENDE BETAFAKTOREN ÜBER EINJÄHRIGE ZEITRÄUME MIT TÄGLICHEN RENDITEN**



bezahlt wird. Zu Plausibilisierungszwecken sicherlich wertvoll, gilt es bei Multiples doch, ein paar Punkte zu beachten.

Multiples schwanken im Zeitablauf relativ stark. Dies hat sich auch in der Corona-Pandemie gezeigt. Ein Multiplikator setzt einen Marktpreis in ein Verhältnis zu einer Schlüsselgrösse aus Erfolgsrechnung oder Bilanz. Wenn nun der Marktpreis von heute auf morgen um z. B. 20% sinkt – wie bei zahlreichen Firmen im Februar/März 2020 bei Ausbruch der Pandemie geschehen –, reduziert sich der Multiple schlagartig. Wenn dann ein paar Quartale bzw. ein Jahr später die neuen Geschäftszahlen veröffentlicht werden und diese schlechter ausgefallen sind als bisher, erhöht sich der Multiple wieder. Nicht weil sich die Zukunft und somit die Gewinnerwartungen zwingend verbessert haben, sondern weil der Marktpreis durch eine kleinere Gewinngrösse geteilt wird. Dieser Effekt sei beispielhaft anhand der JungfrauBahn in *Abbildung 3* illustriert, bei der die Multiples im Frühjahr 2020 Corona-bedingt eingebrochen sind, bevor sie im April 2021 nach Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2020 in die Höhe geschossen sind. Da sich Multiples immer nur auf eine Periode beziehen resp. aus einer einzigen Schlüsselgrösse abgeleitet werden, ist auch hier eine kritische Hinterfragung bzw. Analyse über die Zeit unerlässlich.

Ein weiterer Punkt betrifft die Frage, wann ein Multiplikator hoch oder tief ausfällt bzw. welche Höhe angemessen ist. Wie in *Tabelle 1* ersichtlich, unterscheiden sich Multiplikatoren stark nach Branche. Setzt man die Multiplikatoren in ein Verhältnis zu bestimmten Kennzahlen, so zeigt sich, dass Multiples umso höher ausfallen, je höher das Wachstum, je höher die Marge, je höher die Rendite und je tiefer das

Risiko [14]. Letztlich genau die gleichen Faktoren, die auch den Unternehmenswert gemäss DCF- oder Ertragswert-Methode treiben. Leider bleiben diese Fundamentalfaktoren oftmals im Verborgenen, wenn man sich auf öffentlich verfügbare Multiples-Quellen stützt. Dabei wären sie entscheidend, um die Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt über die Branche hinaus wirklich beurteilen zu können.

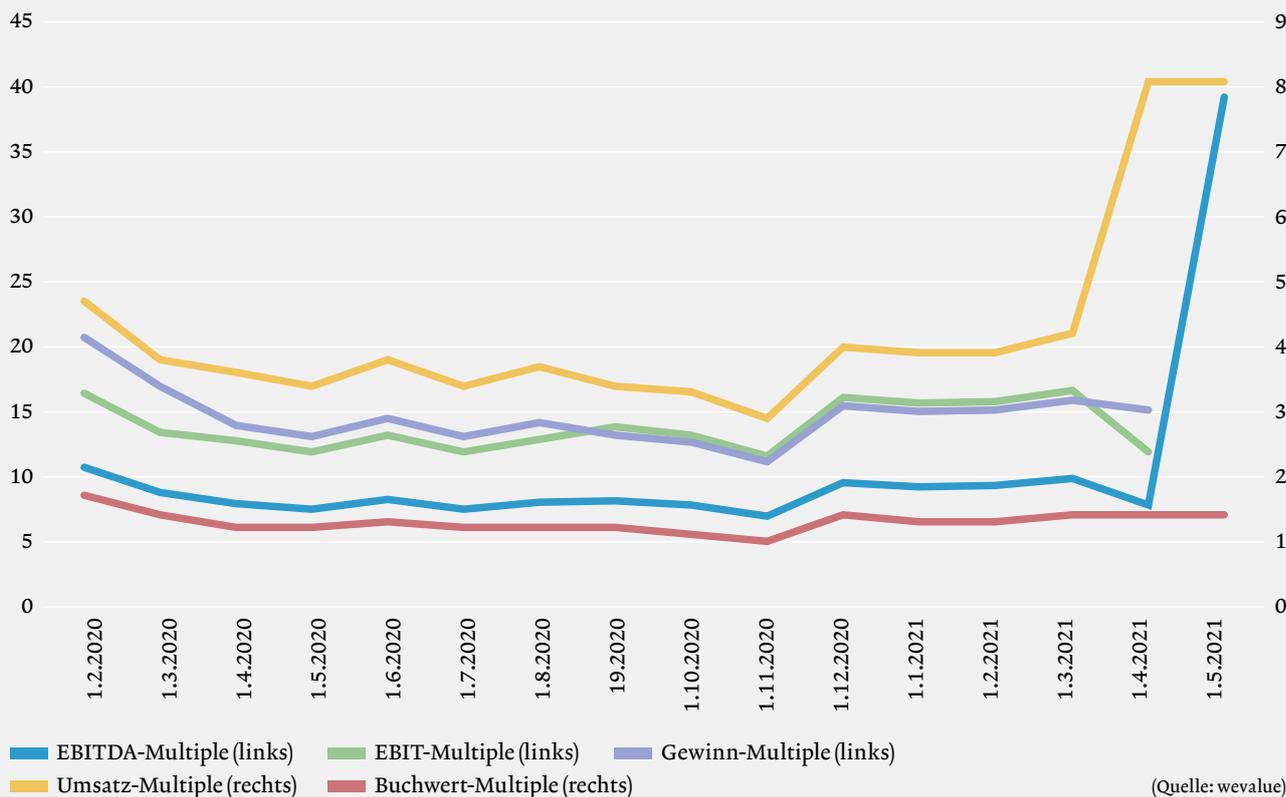
Ein Kritikpunkt, der bei Multiples im Zusammenhang mit Bewertungen von KMU oftmals angebracht wird, ist, dass ein Rückgriff auf Multiples von börsenkotierten Firmen zu überhöhten Werten führe. Beachtet man die Auswertung in *Tabelle 1*, so kann dies nicht ganz von der Hand gewiesen werden, dürfte es doch kaum KMU-Transaktionen geben, bei

Tabelle 2: **EMPFEHLUNGEN ZU DEN EIGENKAPITALKOSTEN BEI DER BEWERTUNG VON KMU**

Parameter	von	bis
Risikofreier Zins	1,00%	0,00%
Markttrisikoprämie	6,00%	8,00%
Beta verschuldet (levered)	0,5	1,5
Beta unverschuldet (unlevered)	0,4	1,4
Small-Cap-Prämie	3,00%	5,00%
Eigenkapitalkosten (je nach Branche und Kapitalstruktur)	8,00%	17,00%

(Quelle: Treuhand-Almanach 2021)

Abbildung 3: MULTIPLES-ENTWICKLUNG JUNGFRAUBAHN



denen deutlich mehr als das 10-fache EBITDA bezahlt wird. Einen möglichen Ausweg bietet das Ansetzen eines Abschlags für die Grösse bzw. die damit verbundene Illiquidität von KMU-Anteilen. Obwohl empirisch nicht eindeutig, lassen sich doch Illiquiditätsabschläge zwischen 30 und 50% beobachten [15]. Wendet man diese Abschläge – quasi als Gegenstück zur Small-Cap-Prämie bei den Kapitalkosten – auf Multiples von börsenkotierten Firmen an, so dürften Werte resultieren, die im KMU-Umfeld auch tatsächlich bezahlt werden.

**4.3 Berücksichtigung von Corona bei Bewertungen.** Wie die vorgängigen Ausführungen zu Kapitalkosten und Multiples gezeigt haben, dürfte es sich bei Corona – ähnlich wie bei anderen Krisen (Dotcom, Finanzkrise, Eurokrise usw.) – grossmehrheitlich um temporäre Effekte handeln. Auch wenn einzelne Unternehmen und Branchen unbestrittenermassen grössere Verwerfungen erfahren haben, hat sich an der grundsätzlichen Renditeerwartung diversifizierter Investoren und der Einschätzung der mittel- bis längerfristigen Zukunft wenig geändert. Dies mag mitunter daran liegen, dass die Covid-Pandemie kein «Black Swan»-Ereignis war, sondern die Gefahr einer Pandemie allgemein bekannt war [16]. So zählt die Schweiz eine Pandemie zu den drei grössten Risiken bzw. zum grössten gesellschaftlichen Risiko überhaupt [17]. Fachleute haben bereits vor der aktuellen Krise die Wahrscheinlichkeit für eine solche Pandemie auf ca. 0,1 bis 1,0% pro Jahr geschätzt [18].

Wenn Corona als ein Ereignis verstanden wird, das einzelne Unternehmen höchst unterschiedlich getroffen hat, so

ist es naheliegend, dieses Risiko nicht in den Kapitalkosten, sprich im Nenner, sondern in den Cashflows, namentlich im Zähler, zu berücksichtigen. Die Auswirkungen von Corona auf den Umsatz und die Kostenstruktur sind durch Anpassungen der Planungsrechnung bzw. deren Erwartungswert zu berücksichtigen. Die entscheidende Frage wird sein, wie lange der Einfluss der Krise anhält und wann eine Rückkehr auf ein normales, stabiles Niveau – den sogenannten Steady State – zu erwarten ist. Aktuelle BIP-Prognosen und das zügige Voranschreiten der Impfkampagne deuten darauf hin, dass der grösste Teil der Krise überstanden ist und sich zahlreiche Branchen bereits wieder erholen. So geht das SECO für das Jahr 2021 bzw. 2022 von gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten für die Schweiz von über 3% aus [19]. Es zeichnen sich also bereits heute gewisse «Nachholeffekte» ab, und es kann gut sein, dass wir eine Zeit mit temporär überdurchschnittlichen Wachstumsraten erleben werden. Um die gesamte Krise und die folgende Anpassungsphase adäquat in der Unternehmensplanung abzubilden, erscheint ein Detailplanungszeitraum von fünf Jahren oder mehr angemessen [20].

Kommt man zum Schluss, dass die aktuelle Corona-Krise nicht bloss temporärer Natur ist, sondern eine mittel- bis langfristige Abschwächung des realen globalen Wachstums nach sich zieht (dauerhafte Abschwächung von Welthandel, Globalisierung etc.), so hätte dies auch Auswirkungen auf die Zeitperiode nach der Detailplanungsphase, den Restwert. Da dieser Restwert oftmals mehr als 50% des gesamten Unternehmenswerts ausmacht, kann der Frage, wie sich Corona

auf die langfristigen Werttreiber wie Marge, Wachstumsaussichten und Rendite auswirkt, nicht einfach ausgewichen werden. Vielmehr braucht es solide und nachvollziehbare Überlegungen diesbezüglich, die in einer Bewertung aufgehen und im Gutachten offengelegt werden müssen.

Bewertende tun sich oftmals schwer, Extremrisiken in einer Bewertung zu berücksichtigen. So werden auf Basis der Vergangenheit häufig mehr oder weniger lineare Hochrechnungen gemacht, und nach fünf Jahren wird eine ewig konstante Welt unterstellt. Dabei hat insbesondere Corona schmerzhaft vor Augen geführt, dass es diese Konstanz nicht gibt und Zukunftsplanungen einer (zunehmend) hohen Unsicherheit unterliegen. Auch die Tatsache, dass Unternehmen vom Markt verschwinden (z. B. aufgrund von Konkurs), kann nicht weggeredet werden. Die Risikoforschung liefert schon länger Hinweise, wie mit solchen Risiken umzugehen

wäre. Sie sollten adressiert und in Form von Wahrscheinlichkeitsgewichteten Szenarien, Simulationen (Monte-Carlo) oder durch das Ansetzen einer Konkurswahrscheinlichkeit (z. B. in Form einer negativen Wachstumsrate) berücksichtigt werden. Obwohl aufwendig, lässt sich nur damit aufzeigen, wie sich unterschiedliche Zukunftsentwicklungen auf den Unternehmenswert auswirken und in welcher Bandbreite sich dieser bewegt.

## 5. FAZIT

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

**Fussnoten:** **1)** Vgl. Hüttche/Schmid, Darf es etwas mehr sein? in: Expert Focus 2020/12, S. 940 ff. **2)** Vgl. Expertsuisse, Treuhand-Almanach 2021, S. 37 f. **3)** Wagner/Ziegler: Gutachten zur Überprüfung des Kapitalisierungszinssatzes KS 28 zuhanden der Schweizerischen Steuerkonferenz, Arbeitsgruppe bewegliches Vermögen vom 25. September 2019, S. 22. **4)** Vgl. Hüttche/Schmid, Pragmatisch, praktisch, gut: DCF-Bewertung von KMU, Trex 2019/2, S. 84 ff. **5)** Vgl. Expertsuisse, Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», 2018. **6)** Vgl. Schmid/Hüttche, Bestimmung der Kapitalkosten in der Praxis, in: Expert Focus 2019/4, S. 268 ff. **7)** Vgl. ValueTrust, DACH Capital Market Study 31 December 2020, S. 16. **8)** Die Industrieklassifizierung erfolgt nach dem GICS-System. Zur Berechnung der verschuldeten (levered) Betas wurden monatliche Aktienrenditen der an der schweizerischen, deutschen und österreichischen Börse (DACH-Region) kotierten Unternehmen über die letzten fünf Jahre herangezogen. Als Marktindex wurden der Swiss Performance Index, der DAX Composite Index und der Austrian Traded Index gewählt. Der Verschuldungsgrad entspricht dem

Verhältnis von Fremdkapital und Eigenkapital zu Marktwerten, also den Finanzverbindlichkeiten im Verhältnis zur Marktkapitalisierung. Das unverschuldete (unlevered) Beta entspricht dem levered Beta, geteilt durch den um eins erhöhten Verschuldungsgrad. Die Umsatz-, EBITDA- und EBIT-Multiples entsprechen dem Enterprise Value geteilt durch die entsprechende Schlüsselgrösse der Erfolgsrechnung. Der Gewinn- und Buchwert-Multiple entspricht der Marktkapitalisierung geteilt durch die entsprechende Erfolgsrechnungs- bzw. Bilanzgrösse. Das Umsatzwachstum entspricht dem durchschnittlichen Wachstum (= CAGR) über die letzten vier Jahre. Die EBITDA-Marge entspricht dem EBITDA im Verhältnis zum Umsatz. Der ROIC entspricht der Rendite auf dem investierten Kapital, also NOPAT geteilt durch die Summe aus Finanzverbindlichkeiten und Eigenkapital. Stichtag für die Daten und Berechnungen ist der 5. Juni 2021. **9)** Vgl. KPMG, Valuation News, Frühling 2021, S. 2 ff. **10)** Vgl. Hüttche/Schmid, Update Unternehmensbewertung, in: Expert Focus 2019/6–7, S. 518 ff. **11)** Vgl. Hüttche/Schmid, Update Unternehmensbewertung, in: Expert Focus 2019/6–7, S. 518 ff. **12)** Vgl. Expertsuisse, Treuhand-

Almanach 2021, S. 37 f. **13)** Vgl. Hüttche/Schmid, Darf es etwas mehr sein? in: Expert Focus 2020/12, S. 940 ff. **14)** Vgl. Schmid/Hüttche, Bewertung von KMU mit Multiples, in: Expert Focus 2019/12, S. 978 ff. **15)** Vgl. Schmid/Hüttche, Zu- und Abstriche bei der Unternehmensbewertung von KMU – Theorie, Praxis und Empirie, in: Eberle/Oesch/Pfaff (Hsrg.), Jahrbuch Finanz- & Rechnungswesen 2021, S. 229 ff. **16)** Vgl. Gleissner, Die Covid-19-Pandemie und der Umgang mit Risiken und Krisen: Lessons Learned für Staaten und Unternehmen, Corporate Finance 5–6/2021, S. 121. **17)** Vgl. Bundesamt für Bevölkerungsschutz BABS, Welche Risiken gefährden die Schweiz?, Katastrophen und Notlagen Schweiz, 2020, S. 10 ff. **18)** Vgl. Gleissner, Die Corona-Krise: Fakten, Prognosen und Risiken, Corporate Finance 5–6/2020, S. 121. **19)** Vgl. Staatssekretariat für Wirtschaft SECO, <https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/wirtschaftslage---wirtschaftspolitik/Wirtschaftslage/konjunkturprognosen.html>, abgerufen am 15. Juni 2021. **20)** Vgl. Gleissner, Einige Anmerkungen zur Unternehmensbewertung in der «Corona-Krise», Corporate Finance 5–6/2020, S. 136.