

UPDATE UNTERNEHMENSBEWERTUNG 2023

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 wird u. a. auf die aktuelle Rechtsprechung zur Bewertung personenbezogener Unternehmen und die Bedeutung des Substanzwerts eingegangen. Auch die Bewertung von Spitälern bleibt aktuell. Weiter werden aktuelle Fairness Opinions und die praktischen Auswirkungen des neuen Erbrechts beleuchtet. In der Bewertungslehre wird schliesslich u. a. die aktuelle Diskussion um die Verwendung sog. impliziter Marktrisikoprämien behandelt.

2. ENTWICKLUNGEN IN DER RECHTSPRECHUNG

2.1 Bewertung personenbezogener Unternehmen. Aktuelle Untersuchungen zeigen, dass rund 90 % der Schweizer Unternehmen sog. Mikrounternehmen mit weniger als zehn Mitarbeitenden sind [1]. Häufig sind diese Kleinstunternehmen durch ihre Eigentümerschaft geprägt, an deren Person dann auch ein grosser Teil der Ertragskraft (i. S. der Kunden) hängt. Fallen die bisherigen Eigentümerinnen und Eigentümer weg, ob durch Tod, Verkauf oder – was im Folgenden interessieren wird – durch Fiktion, hat dies erhebliche Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Das Phänomen einer nicht bzw. temporär oder nur teilweise übertragbaren Ertragskraft ist in der Praxis bekannt und wird üblicherweise bei der Preisverhandlung durch Abschläge berücksichtigt. Wie dies bereits bei einer der Preisfindung vorgelagerten Bewertung berücksichtigt werden kann, wird in der Bewertungslehre seit etwa zehn Jahren unter dem Schlagwort Abschmelzmodelle diskutiert [2]. Praktisch bedeutsam sind diese Modelle v. a. bei rechtlich erforderlichen und i. d. R. objektivierenden Bewertungen, bei denen klassischerweise ein Verkehrswert zu ermitteln ist. Dies ist auch im nachfolgend referierten Urteil der Fall.

Den vom Bundesgericht am 24. November 2022 (5A_361/2022) verhandelten Sachverhalt umweht ein Hauch von Soap-Opera: Eine erfolgreiche Kieferorthopädin und ein mittelloser (aber Ferrari fahrender) Automechaniker lassen sich scheiden. Neben anderen Dingen ist der Wert der kieferorthopädischen Praxis und der Autogarage streitig.

Die Bewertung der Garage scheitert dabei bereits an der Datengrundlage, sodass «das tatsächliche Einkommen ... weder aufgrund der Jahresgewinne seines Einzelunternehmens noch aufgrund seiner eigenen Aussagen bestimmt werden» (E. 2.2.2) konnte. Auch einer auf Vermutung beruhenden Bewertung erteilte das Bundesgericht eine Absage: Soweit vorgebracht wird,

«dass mit einem Ferrari Erträge erzielt und mit einer Autogarage Autohandel betrieben wird, bezieht ... sich (dies) auf keinen Erfahrungssatz, sondern ... lediglich (eine) eigene Sicht der Dinge» (E. 2.2.8).



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

Praktisch und methodisch ergiebiger sind die Ausführungen des Bundesgerichts zur Bewertung der kieferorthopädischen Praxis. Hier führten die in den Vorinstanzen vorgelegten Bewertungen im Ergebnis zu einer Ausgleichsverpflichtung von zunächst TCHF 216 (Kantonsgericht), dann TCHF 211 (Obergericht). Vor dem Bundesgericht beantragte die Ehefrau, diese mit lediglich TCHF 7 anzusetzen.

Im Kern hatte das Bundesgericht die Frage zu beantworten, ob und inwieweit die Personenbezogenheit des kieferorthopädischen Unternehmens bei dessen Bewertung ausreichend berücksichtigt wurde. Konkret wurde die Praxis mit dem Praktikerverfahren bewertet, wobei – um ebendiesem Umstand der Personenbezogenheit Rechnung zu tragen – der Substanzwert mit 90% und der Ertragswert mit 10% angesetzt wurde.

Das Bundesgericht hat 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 [3]. Damit sei bei der Bewertung auch nur die übertragbare Ertragskraft zu berücksichtigen, da ja mit dem Verkauf auch die bisherige Eigentümerschaft und die mit ihr verbundenen Potenziale wegfallen würden. Die personenbezogenen Komponenten dürften also nicht berücksichtigt werden.

Damit liegt das Bundesgericht auf der Linie seiner bisherigen Rechtsprechung zum Verkehrswert und weist auch auf die mit diesem Wertkonzept verbundenen Konsequenzen hin. Denn wenn bei der Ermittlung eines Verkehrswerts eine Transaktion i. S. eines Verkaufs angenommen wird, müssen auch die bisherige Eigentümerschaft und alle mit dieser Person zusammenhängenden Faktoren gedanklich wegfallen [4].

Im Ergebnis erteilt das Bundesgericht der Praktikeremethode für Zwecke der Verkehrswertermittlung eine Absage, 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, sei «methodisch unzulässig» und der so ermittelte Verkehrswert «willkürlich» (E. 3.3.4).

Das Urteil hat über den entschiedenen Fall hinaus für alle Situationen Bedeutung, in denen der Verkehrswert eines personenbezogenen Unternehmens zu ermitteln ist. Dabei handelt es sich zunächst um rechtlich erforderliche Bewertungen, etwa im Güter-, Erb- und Gesellschaftsrecht. Zu berücksichtigen dürfte es aber auch bei steuerlich relevanten Sachverhalten sein, wie bei der ungeplanten Realisierung

von stillen Reserven in Beteiligungen oder Bewertungen aufgrund eines Aktionärbindungsvertrags. Den Verkehrswert mit dem Praktikerverfahren zu bestimmen, wird allenfalls dann sachgerecht sein, wenn von einer vollständig übertragbaren Ertragskraft ausgegangen werden kann, was bei KMU wohl nur selten der Fall sein wird.

Wie konkret nun die nur übertragbare Ertragskraft bewertet werden kann, haben die Autoren an anderer Stelle ausgeführt [5]. Im Grunde geht es dabei darum, den auf die Person der Eigentümerschaft entfallenden Gewinnanteil zu isolieren und abzuschmelzen. Frühestens dann hat das Unternehmen auch den für den Restwert relevanten, eingeschwungenen Zustand erreicht. Dass auch das Bundesgericht in seinem Urteil Bezug auf die Ausführungen der Autoren nimmt (E. 3.3.1.3 und E. 3.3.1.4), bestätigt diese. Daher sei auch hier nochmals der Hinweis gegeben, dass gerade bei stark personenbezogenen Unternehmen der Liquidationswert stets als Kontrollwert gerechnet werden sollte. Bleibt vom Unternehmen nach Abzug der bisherigen Eigentümerschaft keine eigene Ertragskraft mehr übrig, kann auch die Liquidation ein realistisches Szenario sein. Die Berechnung des Liquidationswerts ist auch bei Vorliegen wesentlicher stiller Reserven angezeigt. Liegt dieser über dem Fortführungswert, ist er nach Rechtsprechung des Bundesgerichts bei güterrechtlichen und wohl auch bei erbrechtlichen Bewertungen als Mindestwert anzusehen [6].

2.2 Bewertung eines Unternehmens (nur) mit der Substanzwertmethode. Das Obergericht Zürich hatte mit Urteil vom 10. Februar 2023 (LC220025-o/U) u. a. über die Bewertung eines Unternehmens mit der Substanzwertmethode zu entscheiden. Anlass war auch hier ein Scheidungsverfahren, in dessen Verlauf – neben anderen Dingen – die Bewertung aller Anteile an einer Aktiengesellschaft (AG) strittig war, deren einziger nennenswerter Vermögenswert eine vermietete Gewerbeliegenschaft war.

Der von der Vorinstanz beauftragte Gutachter hatte die AG nach der «Substanzwertmethode zu Fortführungszwecken» (E. 3.1.1) bewertet, wobei der Verkehrswert der Liegenschaft auf Basis eines Ertrags- bzw. DCF-Verfahrens berechnet wurde. Der Kläger wendete sich gegen dieses Verfahren, u. a. mit dem Einwand, dass im vorliegenden Fall zwei Werte zu bestimmen seien, «der Zukunftsertragswert und der Reproduktionswert (Substanzwert)» und die «Ertragswertberechnung der Liegenschaft im Rahmen der Substanzwertberechnung... die Unternehmensertragswertberechnung in keiner Weise» (E. 3.1.2.1) ersetzen würde.

Noch 1998 stellte Helbling fest, «dass ein Unternehmensbewertungsgutachten, in dem der Substanzwert nicht ermittelt und kommentiert ist, als nicht fachgerecht bezeichnet werden muss» [7].

Seit 2006 ist der Substanzwert als Komponente des Praktikerverfahrens auch fester Bestandteil der im Kreisschreiben 28 (KS 28) niedergelegten Bewertungsmethode für die Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert. Neben dem im besprochenen Urteil entschiedenen Fall wird der «Substanzwert zu Fortführungszwecken» auch häufig als Mindestwert bei steuerlich relevanten Bewertungen aufgefasst.

Daher ist es lohnenswert, zunächst eine Einordnung vorzunehmen:

1. Selbstverständlich gilt, dass die Substanz eines Unternehmens wertrelevant ist. Was bereits vorhanden ist, muss nicht beschafft werden und spart Investoren Geld. I. S. dieser ersparten Ausgaben ist die Substanz integraler Bestandteil eines jeden zukunftsorientierten Bewertungsverfahrens, also auch bei der als Best Practice geltenden DCF-Methode [8].
2. In Mischverfahren aus Ertrags- und Substanzwert (Praktikerverfahren) geht die Substanz als gesondert berechnetes Element in die Wertberechnung ein. Dies lässt sich bewertungstheoretisch zwar auch als Modell zum Abschmelzen von Übergewinnen deuten [9]. Die Rezeption in der Praxis ist allerdings häufig eine andere. Diese interpretiert den Substanzwert mitunter als «Sicherheitsfaktor ... (und) eine Art Sicherheitsnetz» [10].
3. Aus Sicht von potenziellen Käuferinnen und Käufern ist der Substanzwert allenfalls als Rekonstruktionswert relevant. Dieser beantwortet die Frage, wie viel es kosten würde, das fragliche Unternehmen auf der grünen Wiese nachzubauen. Auch für die Verkäuferinnen und Verkäufer bildet der Substanzwert diese Nachbaugefahr ab. Allerdings wäre dann auf Wiederbeschaffungs- oder Rekonstruktionswerte abzustellen und der Ansatz latenter Steuern müsste unterbleiben. Natürlich bleibt auch diese Vorgehensweise nur eine Näherungslösung. Da wesentliche immaterielle Werte ausser vor bleiben (etwa selbst erstellte und nicht bilanzierte Marken, Patente, Entwicklungen etc.), handelt es sich allenfalls um einen Teilrekonstruktionswert. Dass die Substanz im KS 28 aus der um stille Reserven und latente Steuern angepassten Handelsbilanz abgeleitet wird, ist eine unzutreffende, aber bei Massenverfahren wohl zu akzeptierende Vereinfachung.
4. Als eigenständiges Verfahren ist eine Substanzbewertung nur dann sinnvoll, wenn aus dem Zusammenwirken der Vermögenssteile kein Mehrwert zu erwarten ist [11]. Dies kann bei einer Vermögensverwaltung, Immobiliengesellschaft oder Holding der Fall sein. Das Substanzwertverfahren wird dann allerdings nur auf Ebene des Bewertungsobjekts angewendet. Für die zu bewertenden Vermögenswerte wird das jeweils zweckmässige Bewertungsverfahren gewählt, was zu einem Nebeneinander verschiedener Bewertungsmethoden führen kann [12].

In dem vor dem Obergericht Zürich verhandelten Fall ging es um die unter Punkt 4 diskutierte Konstellation. Hier ist dem Gericht im Ergebnis zuzustimmen: Da die Substanz (eben die Liegenschaft) mit einem Zukunftserfolgsverfahren bewertet wurde, ist

«mit der reinen Substanzwertmethode... unter Berücksichtigung der Verkehrswertschätzung der Liegenschaft als massgeblicher Aktivposten der Ertragswert ausreichend berücksichtigt» (E. 2.1.4.3).

Zur hier nicht verhandelten Frage des Substanzwerts als Mindestwert ist festzuhalten: Ein zusätzlich zum Ertragswert ermittelter Substanzwert ist konzeptionell stets ein Teilrekonstruktionswert. Dabei handelt es sich nicht um den Mindestwert für das Unternehmen, sondern um den Min-

destbetrag für dessen (Teil-)Reproduktion [13]. Ob sich ein Nachbau lohnt, kann nur gemeinsam mit dem Ertragswert beantwortet werden: Liegt dieser unter dem Substanzwert, spricht nichts dafür. Ein Goodwill oder Badwill (Ertragswert grösser bzw. kleiner als der Substanzwert) lässt sich daraus nicht ableiten. Dafür kommt es – wie aktuell der bei der UBS erfolgswirksam verbuchte Badwill von rund CHF 35 Mrd. zeigt – auf den tatsächlich bezahlten Kaufpreis an [14]. Dass eine Käuferin resp. ein Käufer einen über dem Ertragswert liegenden Substanzwert bezahlt, lässt sich ökonomisch nicht begründen. Insoweit scheidet der Substanzwert zu Fortführungszwecken als Mindestverkehrswert aus.

2.3 Unternehmensbewertung und Erbrechtsreform.

Auch wenn die gesamte Erbrechtsreform noch nicht Gesetz geworden ist und keine Rechtsprechung dazu vorliegt, sei vor dem Hintergrund der referierten Urteile und mit Blick auf die Gestaltungsberatung ein Hinweis gegeben.

Der zweite und aus Sicht der Unternehmensbewertung spannendere Teil des revidierten Erbrechts wird für das kommende Jahr erwartet. Von zentraler Bedeutung ist der neue Art. 630a E-ZGB, der die Ausgleichung von Miterbinnen und Miterben regelt. Bisher bestimmt sich die Ausgleichung nach dem Wert der Zuwendung (im konkreten Fall des ganz oder teilweise unentgeltlich übertragenen Unternehmens) zur Zeit des Erbgangs (Art. 630 Abs. 1 ZGB).

Inskünftig kann dieser Wert gem. Art. 630a E-ZGB auch auf den Zeitpunkt der Zuwendung festgestellt werden. Voraussetzung dafür ist allerdings, dass

«eine im Zeitpunkt der Zuwendung oder der Kontrollübernahme nach anerkannten Grundsätzen erstellte Unternehmensbewertung, einschliesslich der ihr zugrunde liegenden Belege, innert eines Jahres seit diesem Zeitpunkt der für die Aufbewahrung der letztwilligen Verfügungen zuständigen Amtsstelle unwiderruf-

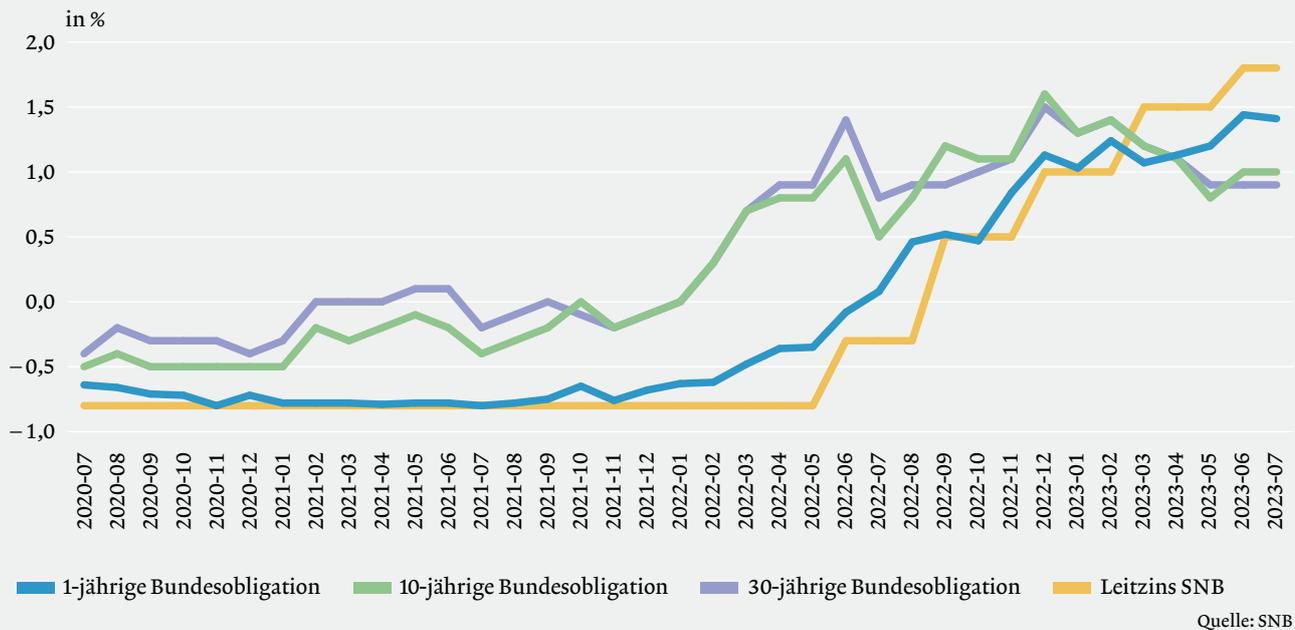
lich zuhanden der pflichtteilsberechtigten Erben übergeben worden ist» (Art. 630a Abs. 2 E-ZGB).

Nachfolgerinnen und Nachfolger sowie ihre Beraterinnen und Berater müssen sich dies gut überlegen, denn mit der Durchführung und Einreichung der Unternehmensbewertung wird diese unwiderruflich, und zwar unabhängig von der zwischenzeitlichen Entwicklung [15]. Im Extremfall mag es sein, dass der Wert eines zwischenzeitlich in Konkurs gegangenen Unternehmens noch ausgeglichen werden muss. Auf der anderen Seite – und daher wird bereits an dieser Stelle auf den Gesetzesentwurf hingewiesen – ist das fragliche Unternehmen gem. Art. 620 E-ZGB, wie alle anderen Vermögenswerte auch, nach anerkannten Grundsätzen zum Verkehrswert zu bewerten. Sieht man die oben referierte bundesgerichtliche Rechtsprechung nebst den berufsständischen Empfehlungen und ihrer Kommentierung als anerkannte Grundsätze i. S. d. Art. 630a E-ZGB, wäre der Wegfall der bisherigen Eigentümerschaft bereits zum Bewertungsstichtag, also zum Zeitpunkt der Zuwendung, zu berücksichtigen. Im Fall einer positiven Entwicklung bleibt dann der gesamte von der Nachfolgerin resp. vom Nachfolger geschaffene Mehrwert auch in ihrem/seinem Vermögen.

3. ENTWICKLUNGEN IN DER BEWERTUNGSPRAXIS

3.1 Entwicklungen bei Fairness Opinions. Bereits 2012 hatten die Autoren für Schweizer Unternehmen erstellte Fairness Opinions analysiert, um daraus auf Gemeinsamkeiten und Unterschiede in der darin erkennbaren Bewertungspraxis zu schliessen [16]. Rund zehn Jahre später haben sie diese Untersuchung nun aktualisiert. Ausführlich wird an anderer Stelle auf die Ergebnisse eingegangen [17]. An dieser

Abbildung 1: ENTWICKLUNG RENDITE BUNDESobligATION UND LEITZINS SNB



Stelle sei nur zusammengefasst auf wesentliche Entwicklungen hingewiesen:

→ *Verlängerte Detailplanungszeiträume:* Während 2012 noch überwiegend drei bis fünf Jahre detailliert geplant wurden, finden sich aktuell bedeutend längere Zeiträume von häufig über fünf Jahren. Dies mag eine Folge derzeitiger Unsicherheiten bzgl. der zukünftigen Entwicklung der Märkte und des Bewertungsobjekts sein.

→ *Implizite Marktrisikoprämien:* Die Berechnung impliziter Marktrisikoprämien gewinnt an Bedeutung. War 2012 noch die Pictet-Studie die Standardquelle, so nutzen die Bewerten aktuell vermehrt eigene und zukunftsorientierte Kapitalkostenberechnungen. Ein Grund, diese Methode im Abschnitt zur Bewertungslehre näher zu beleuchten.

→ *Marktöffnung:* Die im Jahr 2012 untersuchten Fairness Opinions wurden ausschliesslich von in der Schweiz ansässigen Bewertungsunternehmen erstellt. Im aktuellen Untersuchungszeitraum ist erstmals ein deutscher Anbieter auf dem Schweizer Markt aufgetreten.

Letzteres ist insofern bemerkenswert, als sich hier auch Unterschiede zwischen der deutschen und der schweizerischen Bewertungspraxis feststellen lassen: Namentlich wird in der in Rede stehenden Fairness Opinion

- ein negativer Basiszins gewählt,
- mit einer zeitvariablen Kapitalstruktur gearbeitet,
- beim Relevanz ein Debt Beta verwendet und
- als Übergang zwischen der Detailplanungsphase und dem Restwert eine explizite Konvergenzphase modelliert.

All dies steht nicht im Widerspruch zur «Fachmitteilung Unternehmensbewertung», der aktuellen Empfehlung des Schweizer Berufsstandes, unterscheidet sich aber in den herausgehobenen Punkten deutlich von der Verfahrensweise

bei Schweizer Anbieterinnen und Anbietern. Ob und inwieweit dies Auswirkungen auf das Bewertungsergebnis hat, kann nicht ohne Weiteres gesagt werden.

3.2 Wieder einmal: Bewertung von Spitälern mit anerkannten Standards. Bereits im vergangenen Jahr berichteten die Autoren über die Streitigkeiten im Zusammenhang mit der Wertberichtigung eines Spitals, hier des Triemli-Spitals im Kanton Zürich. 2022 und 2023 wurde derselbe Sachverhalt bei der Bewertung des Kantonsspitals Aarau AG (KSA) medienwirksam diskutiert. Selbst wenn sich Geschichte nicht wiederholt, so wiederholen sich wohl die Geschichten, wenn auch mit jeweils anderem Ende.

Der entscheidende Unterschied ist, dass für die Bewertung des Triemli-Spitals das Gemeindegesetz (GG) des Kantons Zürich vom 20. April 2015 massgeblich war, die Rechnungslegung des KSA hingegen nach Swiss GAAP FER erfolgt. Und auch wenn in beiden Fällen ein Impairment-Test nach Massgabe der anerkannten Standards durchgeführt wurde, sind die daraus gezogenen Konsequenzen unterschiedlich.

Während die Rechnungslegung nach Swiss GAAP FER dem True-and-Fair-View-Prinzip verpflichtet ist, steht hinter den Bewertungsvorschriften des GG dessen nicht unbedingt finanzielle Natur. Hier geht es um den Service public, eben die Erfüllung der öffentlichen Aufgaben. Entsprechend definiert Art. 121 Abs. 4 das Verwaltungsvermögen als «jene Vermögenswerte, die unmittelbar der öffentlichen Aufgabenerfüllung dienen». Dieses Vermögen sei nach dem Urteil des Verwaltungsgerichts des Kantons Zürich (Urteil vom 9. Dezember 2021) «nicht frei realisierbar (...) und hat damit keinen Vermögenswert, sondern nur einen Gebrauchswert».

Hingegen war die Zulässigkeit bzw. das Erfordernis eines Impairments im Falle des KSA unstrittig [18]. Der Wertberichtigungsbedarf von rund CHF 240 Mio. wurde nahezu

übereinstimmend vom Verwaltungsrat und der Revisionsstelle ermittelt. Um die sich daraus ergebende Überschuldung abzuwenden, sollte eine Finanzhilfe in Form eines nicht rückzahlungspflichtigen Beitrags erfolgen.

«Nach erfolgter öffentlicher Anhörung hat der Regierungsrat (des Kantons Aargau) am 29. März 2023 die Botschaft an den Grossen Rat verabschiedet. Aufgrund dieser Entwicklung hat der Verwaltungsrat im Rahmen der Werthaltigkeitsbeurteilungen den beantragten Mittelzufluss als sehr wahrscheinlich eingestuft und diesen in der Finanzplanung berücksichtigt. Dadurch kann von der Werthaltigkeit der Sachanlagen am 31. Dezember 2022 ausgegangen werden» [19].

4. ENTWICKLUNGEN IN DER BEWERTUNGSLEHRE

4.1 Die «womöglich wichtigste Zahl in der Finanzwirtschaft» [20]. Die Kapitalkosten sind ein wesentlicher Parameter des Unternehmenswerts. Sofern man bei deren Ableitung dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) folgt, wird deren Höhe neben dem Beta durch den risikolosen Zins und die Marktrisikoprämie (auf die sich das in der Überschrift wiedergegebene Zitat bezieht) bestimmt. Dabei können beide Grössen nicht direkt beobachtet, sondern müssen anhand von Ersatztatbeständen geschätzt werden [21]. Während bei der Ableitung des risikolosen Zinses noch auf zukunftsbezogene Grössen wie etwa Anleiherenditen zurückgegriffen werden kann, fehlen solche Ansatzpunkte bei Marktrisikoprämien. Diese wurden und werden in der Schweiz in vielen Fällen aus der Differenz von historisch beobachteten Markterenditen und dem risikolosen Zins am Bewertungsstichtag abgeleitet.

Nun haben sich die Kapitalmärkte in jüngerer Zeit verändert. Die Niedrigzinsphase ist schneller vorbei als gedacht. Auch an den Aktienmärkten herrscht eine angespannte Ruhe. Beides ist bei der Schätzung des risikolosen Zinses und der Marktrisikoprämie zu beachten. Dabei müssen beide Grössen – auch wenn die Herausforderungen ganz unterschiedlich sind – ganzheitlich betrachtet werden. Das CAPM macht zwar formelhaft den Eindruck eines Baukastens, doch Anpassungen in nur die eine oder nur die andere Richtung sind nicht sinnvoll. Daher wird im Folgenden zwar getrennt

auf die beiden Grössen eingegangen, letztlich aber doch eine zusammenfassende Empfehlung abgegeben.

4.2 Risikoloser Zins. Die Zeiten negativer Zinsen sind seit einigen Monaten vorbei. Weltweit haben die Zentralbanken die Zinsschraube angezogen, um u. a. der Inflation Herr zu werden. In der Schweiz hat die Nationalbank seit Juni 2022 den Leitzins kontinuierlich von $-0,75\%$ auf $1,75\%$ per Juni 2023 angehoben.

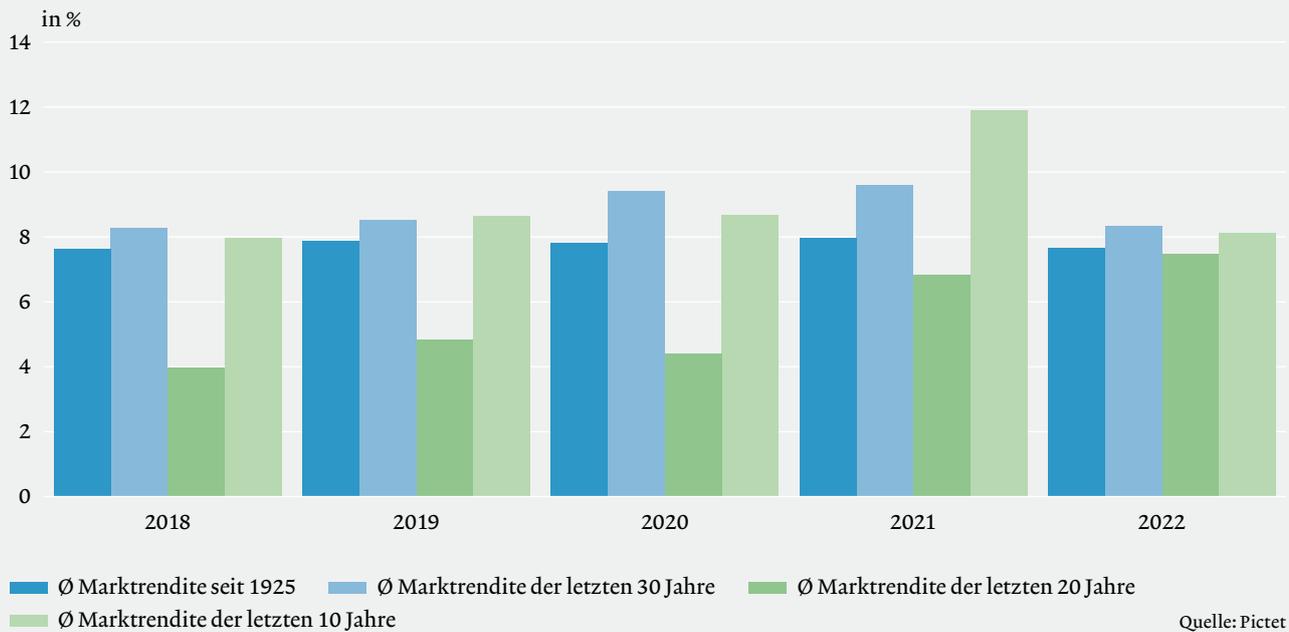
Während der vergangenen Jahre (2015 bis 2022) war der risikolose Zins, gemessen an der Rendite auf Verfall von Schweizer Bundesobligationen, praktisch ununterbrochen negativ. Da es bei einer Unternehmensbewertung, die standardmässig von einer unendlichen Lebensdauer des Bewertungsobjekts ausgeht, ökonomisch fragwürdig ist, ewig ein negatives Zinsniveau zu unterstellen (dies würde nachhaltig eine negative reale Rendite und/oder Deflation implizieren), hat die Bewertungslehre in Zeiten von Negativzinsen grossmehrfach propagiert, den risikolosen Zins entweder auf 0% zu normieren oder diesen über einen für die Zukunft als repräsentativ erachteten historischen Zeitraum abzuleiten.

Nun hat die Zinswelt sich gedreht und es lassen sich – unabhängig von der Laufzeit – wieder durchgängig positive risikolose Renditen beobachten. Ähnlich wie in Zeiten der Negativzinsen stellt sich nun die Frage, wie der risikolose Zins in einer Welt steigender Zinsen bestimmt werden soll und ob es einer zusätzlichen Adjustierung für womöglich weitere Zinsanstiege bedarf.

Da Bewertungen immer auf einen bestimmten Stichtag erfolgen, wäre es konsequent und sachgerecht, die Erwartungen in Bezug auf die Kapitalkosten auch per jenem Zeitpunkt zu bilden [22]. Wenn also heute eine Bewertung auf den aktuellen Zeitpunkt erstellt wird, dürfte es naheliegend sein, sich am aktuellen Zinsniveau – je nach betrachteter Laufzeit also um die $1,0\%$ bis $1,5\%$ (Stand Juli 2023) – zu orientieren (vgl. *Abbildung 1*).

Erwartet man als Bewerterin resp. Bewerter, dass die Zinsen weiter steigen, was die Leitzinsentwicklungen der SNB, der EZB oder des Fed allenfalls vermuten lassen, so könnte man gewillt sein, sogar einen höheren risikolosen Zins als

Abbildung 2: HISTORISCHE MARKTRENDITEN MIT UNTERSCHIEDLICHEM MESSZEITRAUM



den aktuell beobachtbaren anzusetzen. Dagegen spricht jedoch die Tatsache, dass die Zinsstrukturkurve derzeit invers ist, für längere Laufzeiten also tiefere Renditen verlangt werden. So beträgt die Rendite einer 30-jährigen Bundesobligation per Juli 2023 0,89%, während sich die Rendite einer einjährigen Bundesobligation auf 1,41% beläuft. Eine solche inverse Zinsstrukturkurve war in der Vergangenheit oftmals ein Indikator für eine bevorstehende Rezession, was die Notenbanken dann wiederum dazu zwingen dürfte, die Zinsen nicht weiter anzuheben bzw. allenfalls sogar wieder zu senken, um die Wirtschaft nicht zusätzlich abzuwürgen.

Fazit: Zinsprognosen sind schwierig. Ferner deutet die aktuelle Zinsstruktur darauf hin, dass mittel- bis langfristig wohl eher nicht von stark ansteigenden Zinsen auszugehen ist. Dies deckt sich auch mit der Entwicklung der Inflation, welche in der Schweiz über die letzten Monate wieder deutlich auf 1,6% per August 2023 zurückgegangen ist. Die SNB geht in ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung ebenfalls von einer Stabilisierung der Inflation aus [23].

Angesichts dieser Gegebenheiten ist es angezeigt, sich bei der Kapitalkostenableitung an dem per Bewertungsstichtag geltenden aktuellen Zins zu orientieren und diesen nicht willkürlich nach oben oder unten anzupassen, resp. aus längeren historischen Zeitreihen abzuleiten. Falls man bei der Bewertung auf einen einheitlichen und konstanten risikolosen Zins abstellen will, so dürften längere Laufzeiten, also 10- bis 30-jährige Bundesobligationen, kürzeren vorgezogen werden. Als Alternative zu einem Einheitssatz kann auch mit periodenspezifischen Zinssätzen gerechnet und die aktuelle Zinsstruktur explizit berücksichtigt werden [24]. Beide Verfahrensweisen stehen im Einklang mit der aktuellen «Fachmitteilung Unternehmensbewertung» von Expertsuisse [25]. Die Vorgaben des deutschen Bewertungsstandards IDW S1 und des österreichischen Standards KFS/BW 1 sehen nur die

Orientierung an aktuellen Zinsstrukturkurven vor, unterscheiden sich jedoch in der Umsetzung dieses Konzepts [26].

4.3 Marktrisikoprämie. Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen erwarteter Marktrendite und dem risikolosen Zins. Es handelt sich bei der Marktrisikoprämie also nicht um eine direkt beobachtbare Grösse, sondern um einen aus der Marktrendite abgeleiteten Wert.

Auch wenn Renditeerwartungen im Fokus stehen, werden Marktrenditen und Marktrisikoprämien traditionell aus historischen Kursverläufen abgeleitet. Dies beruht auf der Annahme, dass sich die Vergangenheit wiederholt und im Zeitablauf auch nur unwesentlich ändert [27].

Die zukunftsorientierte Ermittlung – sog. implizite Marktrenditen – wird seit etwa zehn Jahren in der Bewertungslehre diskutiert, hat sich aber zögerlich in der Bewertungspraxis durchgesetzt. Aktuell – das zeigt jedenfalls die oben angeführte Analyse von Fairness Opinions – scheint sich diese Technik mehr und mehr zu verfestigen.

Implizite Marktrenditen werden aus aktuell beobachtbaren Aktienkursen abgeleitet, die den zukünftigen Zahlungsströmen gegenübergestellt werden. Im Grunde wird die bekannte Bewertungsgleichung «Unternehmenswert = Cashflow ÷ Kapitalkosten» umgestellt zu «Kapitalkosten = Cashflow ÷ Unternehmenswert» [28]. Für die Prognosen der zukünftigen Zahlungsströme werden Schätzungen von Finanzanalystinnen und Finanzanalysten herangezogen [29].

Leitet man die Marktrisikoprämie aus historischen Aktienrenditen ab, so geht man als Bewerterin resp. Bewerter davon aus, dass inskünftig im Durchschnitt die gleiche Rendite erzielt werden kann wie in der Vergangenheit. Für ein solches Vorgehen spricht, dass sich zukünftige Aktienrenditen nur schwer prognostizieren lassen, häufig eine Reversion to the Mean, also eine Rückkehr zum Mittelwert, stattfindet

und eine genügend lange Zeitreihe für eine gewisse Stabilität und Robustheit des Parameters sorgt.

Eine im Zusammenhang mit der historischen Markttrendite in der Schweiz häufig zitierte Studie ist diejenige von Pictet. Seit 1926 werden jährlich die Kurse und Renditen des Schweizer Aktienmarkts (Swiss Performance Index [SPI]) publiziert [30]. Berücksichtigt man sämtliche 97 Jahre seit 1926, so ergibt sich eine durchschnittlich erzielte Aktienrendite (geometrisch gerechnet) von 7,7%. Ähnliche Werte resultieren, zumindest per 2022, wenn jeweils lediglich die letzten 10, 20 oder 30 Jahre betrachtet werden. Auf Basis historischer Zeitreihen dürfte aus heutiger Sicht wohl eine Bandbreite der Markttrendite zwischen 7% und 8% angebracht sein (vgl. *Abbildung 2*).

Da es sich bei der für die CAPM-Gleichung benötigte Markt­risikoprämie um die Renditeerwartung und damit eine zukünftige Grösse handelt, ist der Ansatz, diesen Wert auch aus zukunftsbezogenen Daten abzuleiten, natürlich bestechend. Allerdings erfordert die Berechnung den Zugriff auf entsprechende Analystenschätzungen und die notwendige Rechenfertigkeit.

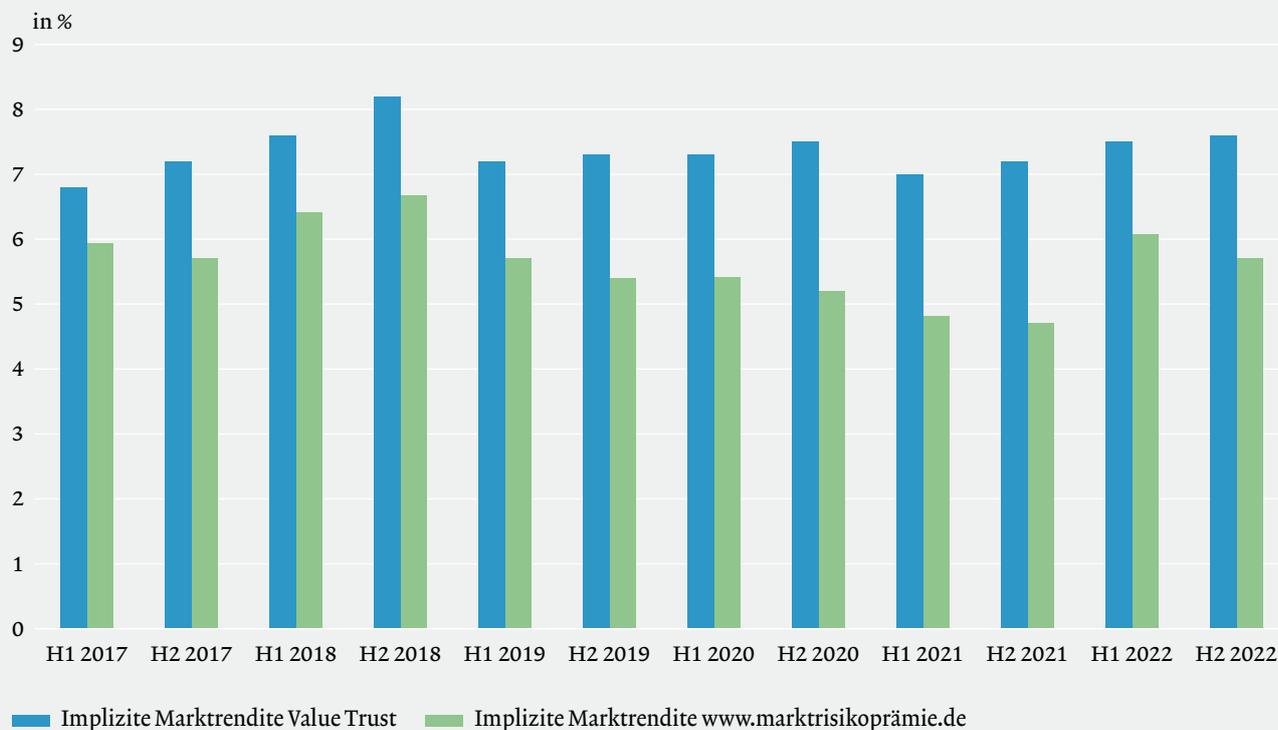
Konkret geht es darum, aus heute beobachtbaren Aktienkursen bzw. Indexständen (z. B. SPI) und den von Analystinnen und Analysten prognostizierten Gewinnen, Cashflows und Dividenden die von den Marktteilnehmenden implizit erwartete Rendite herauszufiltern. Es handelt sich dabei gewissermassen um ein DCF- bzw. Dividendendiskontierungsmodell, welches nicht nach dem Unternehmens- bzw. Eigenkapitalwert auflöst, sondern nach der geforderten Rendite bzw. den Kapitalkosten. Nebst den Analystenprognosen,

welche nur für eine kleine Anzahl an Unternehmen vorliegen und stark variieren können, hängt das Ergebnis v. a. auch stark von der langfristig angenommenen Wachstumsrate nach dem expliziten Detailprognosezeitraum der nächsten drei bis fünf Jahre ab. Gerade bei krisenbedingten Einflüssen auf den Kapitalmarkt sind Verzögerungen zu erwarten, bis Analystinnen und Analysten diese veränderten Verhältnisse auch in ihren Analysen berücksichtigen [31].

Schweizer KMU-Bewertende sind bei der Suche nach impliziten Markt­risikoprämien wohl auf veröffentlichte Quellen im Internet angewiesen [32]. Wie sich dort zeigt, bewegen sich die impliziten Markttrenditen – aus denen dann über den Abzug des risikolosen Zinses die Markt­risikoprämie abgeleitet wird – über die letzten sechs Jahre je nach Marktstimmung und Quelle bzw. Ermittlungsart zwischen rund 5% und 8%. Auffallend ist, dass Value Trust konstant höhere Markttrenditen ausweist als Markt­risikoprämie.de und in jüngster Zeit eher wieder eine Erhöhung festgestellt werden kann. Per Ende 2022 liegt die Bandbreite zwischen knapp 6% und 8% (vgl. *Abbildung 3*).

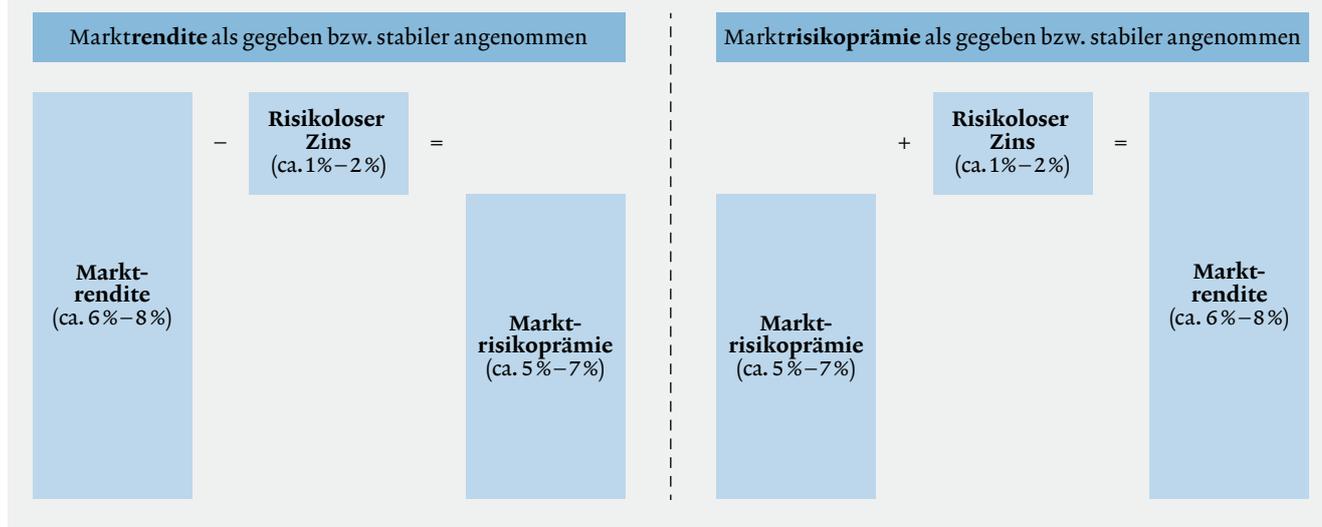
Zusammenfassend – und um auf den einleitenden Abschnitt zurückzukommen – sei Folgendes geraten [33]: Ob beim risikolosen Zins oder bei der Markt­risikoprämie Anpassungen vorgenommen werden, hängt davon ab, welche der beiden Grössen man als im Zeitablauf stabiler annimmt. Schwankungen beim risikolosen Zins sind beobachtbar und werden erlebt. Empirische Untersuchungen weisen darauf hin, dass zumindest historische Markttrenditen (also die Summe aus risikolosem Zins und Markt­risikoprämie) über einen Mehrjahreszeitraum recht stabil verlaufen. Dies

Abbildung 3: IMPLIZITE MARKTTRENDITEN AUS UNTERSCHIEDLICHEN QUELLEN



Quellen: Value Trust; Markt­risikoprämie.de

Abbildung 4: **ZUSAMMENHANG ZWISCHEN MARKTRENDITE, RISIKOLOSEM ZINS UND MARKTRISIKOPRÄMIE**



spricht – da sich die Risikoprämie durch Abzug des (als schwankend angenommenen) risikolosen Zinses von der (als stabil angenommenen) Marktrendite ergibt – eher für variable bzw. «atmende» Marktrisikoprämien. Ob diese nun aus historischen Daten oder implizit abgeleitet werden, ist nach Ansicht der Autoren keine Entweder-oder-Entscheidung [34]. Vielmehr sollten beide Ansätze herangezogen werden, um eine Bandbreite abzustecken, innerhalb derer dann ein konkreter Wert gewählt werden kann.

Diese Pluralität ist auch bei den berufsständischen Empfehlungen zur Unternehmensbewertung in der DACH-Region festzustellen: Während der österreichische Berufsstand eine Empfehlung zur Marktrendite angibt (7,5 % bis 9,0 %), empfiehlt das deutsche Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) eine Marktrisikoprämie (6 % bis 8 %). Im aktuellen Treuhand-

Almanach finden sich für die Schweiz Empfehlungen zum risikolosen Zinssatz von 1,0 % bis 1,5 % und zur Marktrisikoprämie von 5,5 % bis 7,0 % [35]. Am Ende zeigt sich, dass trotz methodischer Unterschiede und Ansatzpunkte bei der Ableitung – historische oder implizite Ermittlung – die Werte für die Marktrisikoprämie in der Schweiz in einer Bandbreite von aktuell etwa 5 % bis 7 % liegen dürften (vgl. *Abbildung 4*).

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 der Bewertenden. ■

Fussnoten: **1** Vgl. OBT (2022) (Hrsg.), Schweizer KMU: Eine Analyse der aktuellsten Zahlen – Ausgabe 2022, S. 3. **2** Vgl. dazu den Überblick m. w. N. bei Hüttche/Meier-Mazzucato (2018), Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, S. 86 ff. **3** M. w. N. zur Rechtsprechung zum Verkehrswert vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 22 ff. **4** Vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 25. **5** Vgl. Hüttche/Schmid (2019), Pragmatisch, praktisch, gut: DCF-Bewertung von KMU, Trex 2/2019, S. 84 ff. **6** Vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 71 f. m. w. N. **7** Helbling (1998), Unternehmensbewertung und Steuern, S. 86. **8** Vgl. Sieben/Maltry (2023), Der Substanzwert in der Unternehmensbewertung, S. 853 ff., in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. **9** Vgl. Moxter (1983), Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung, S. 45 f. **10** Lanz/Bolfing (2005), Unternehmensbewertung – Der praktische Leitfaden für KMU, S. 62. **11** Vgl. Expertsuisse (2022), Fachmitteilung Unternehmensbewertung, N 59. **12** Vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 68. **13** Vgl. Moxter (1983), Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung,

S. 43. **14** So bereits Münstermann (1966), Wert und Bewertung der Unternehmung, S. 140. **15** So auch der Hinweis von Korradi/Suter (2022), Erbrecht im Umbruch, Abschnitt 2. **16** Vgl. Hüttche (2012), Zur Praxis der Unternehmensbewertung in der Schweiz, in: Der Schweizer Treuhänder 2012/4, S. 208 ff. **17** Hüttche/Schmid/Widmer (2023), Best Practice Revisited – Eine vergleichende Analyse von Fairness Opinions in der Schweiz, in Vorbereitung. **18** Zu den Details und Erwägungen: Kanton Aargau, Anhörungsbericht Finanzhilfebeitrag an die Kantons- spital Aarau AG (KSA) vom 9. Februar 2023, [https://www.ag.ch/media/kanton-aargau/portal/aktuell/anhoe-rungen/kanton/laufende/finanzhilfebeitrag-andie-kantonsspital-aarau-ag-\(ksa\)/anhoe-rungsbericht.pdf](https://www.ag.ch/media/kanton-aargau/portal/aktuell/anhoe-rungen/kanton/laufende/finanzhilfebeitrag-andie-kantonsspital-aarau-ag-(ksa)/anhoe-rungsbericht.pdf). **19** KSA, Jahresbericht 2022, S. 22. **20** Vgl. Welch (2000), Views of Financial Economists on the Equity Premium and on Professional Controversies, The Journal of Business 73(4), S. 501 ff. **21** Vgl. dazu und im Folgenden Meitner/Streitferdt (2023), Risikofreier Zins und Marktrisikoprämie, S. 663 ff., in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. **22** Vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 49 f. **23** Vgl. SNB (2023), Geldpolitische Lagebeurteilung vom 22. Juni 2023. **24** Vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unterneh-

mensbewertung in der Schweiz, S. 123 ff. **25** Vgl. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, S. 124 f. **26** Vgl. Rabel (2018), Empfehlung KFS/BW 1 E 7 zu Basiszins und Marktrisikoprämie, BewP 2018, S. 2 f. **27** Vgl. Ballwieser/Hachmeister (2021), Unternehmensbewertung – Prozess, Methoden und Probleme, S. 106 ff. **28** Vgl. Castedello/Schöninger/Tschöpel (2020), Praxiswissen Unternehmensbewertung, S. 339. **29** Vgl. dazu den Überblick bei Schöning/Schyma (2021), Analyse empirischer Studien zu Marktrisikoprämien am deutschen Kapitalmarkt vor dem Hintergrund der aktuellen IDW-Empfehlungen, Corporate Finance 03–04/2021, S. 77 ff. **30** Vgl. Pictet (2023), Update der Performance von Schweizer Aktien und Obligationen (1926–2022). **31** Vgl. Patloch-Kofler/Schmitzer (2020), Die implizite Marktrendite in Krisenzeiten, RWZ 6/2020, S. 124. **32** Siehe bspw. www.marktrisikoprämie.de oder Value Trust (2023), DACH Capital Market Study. **33** So auch Meitner/Streitferdt (2023), Risikofreier Zins und Marktrisikoprämie, S. 716 ff., in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. **34** So auch Castedello/Schöninger/Tschöpel (2020), Praxiswissen Unternehmensbewertung, S. 340. **35** Vgl. Expertsuisse (2023), Treuhand-Almanach – Ausgabe 2023, S. 36 f.