Giorgio Meier-Mazzucato

Dr. iur., Fachmann FRW mit eidg. FA
eidg. dipl. Treuhandexperte,
eidg. dipl. Steuerexperte
Bezirksrichter Zivil- und Strafgericht Aarau
ITERA, Aarau, Zürich, Zug
www.itera.ch/www.iteracf.ch

Giulia Tasini

eidg. dipl. Kauffrau mit Berufsmatur
in Ausbildung zur Betriebsökonomin FH
Assistentin Treuhand & Steuern
ITERA, Aarau, Zürich, Zug
www.itera.ch/www.iteracf.ch

Unternehmensbewertung von KMU

Kapitalkosten bzw. Kapitalkostensätze unter Berücksichtigung steuerlicher Aspekte mit Accounting bzw. Fundamental Beta

Die Autoren untersuchen im folgenden Beitrag relevante steuerliche Aspekte bei der Unternehmensbewertung und beschäftigen sich unter Beachtung der jeweiligen steuerlichen Einflüsse mit der Bestimmung der Kapitalkostensätze.

Zwei der wesentlichen Werttreiber der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen sind die Steuern und die Kapitalkosten bzw. Kapitalkostensätze. Beide Werttreiber korrelieren, indem einesteils Steuern, falls es sich um Unternehmen im Rechtskleid der juristischen Person handelt, gewinnmindernden Aufwand darstellen und vice versa bei Personenunternehmen nicht und andernteils die Kapitalkostensätze in Abhängigkeit der Rechtsformen der zu bewertenden Unternehmen die Steuern entsprechend zu berücksichtigen haben oder nicht.

Die beiden Autoren untersuchen danach in ihrem Beitrag für die vorliegenden Themen relevante steuerliche Aspekte bei der Unternehmensbewertung und beschäftigen sich unter Beachtung der jeweiligen steuerlichen Einflüsse mit der Bestimmung der Kapitalkostensätze. Bei der Bestimmung der Kapitalkostensätze nach dem CAPM setzen sie das von ihnen entwickelte Verfahren von Accounting bzw. Fundamental Betas aufgrund der NOGA-Daten ein.

1. Einleitung

In ihrem Inneren wird die Unternehmensbewertung in verschiedener Hinsicht von Steuern beeinflusst, welche wesentlich auf das Wertergebnis einwirken. Zu unterscheiden sind die steuerlichen Aspekte einerseits hinsichtlich der Unternehmensrechtsformen, namentlich Personen- und Kapitalunternehmen. Anderseits ist die Beziehungsebene Unternehmen und Beteiligte steuerlich bedeutsam, insbesondere die Frage der Berücksichtigung von Ausschüttungssteuerlasten. Steuern bilden endogene Einflüsse auf die Unternehmensbewertung.

Unternehmensbewertungen werden im Weiteren erheblich von den Kapitalkosten der zu bewertenden Unternehmen bzw. den sich aus ihnen und aus dem Kapitalmarkt ergebenden Kapitalkostensätzen bestimmt.
Beide Wertfaktoren bzw. Value Drivers korrelieren, indem einesteils Steuern, falls es sich um Unternehmen im Rechtskleid der juristischen Person handelt, gewinnmindernden Aufwand darstellen und vice versa bei Personenunternehmen nicht und andernteils die Kapitalkostensätze in Abhängigkeit der Rechtsformen der zu bewertenden Unternehmen die Steuern entsprechend zu berücksichtigen haben oder nicht.

In der Folge werden relevante steuerliche Aspekte der Unternehmensbewertung analysiert und dargestellt und in Beziehung zu den Kapitalkosten bzw. Kapitalkostensätzen der zu bewertenden Unternehmen gebracht.[1] Verzichtet wird in diesem Beitrag konsequenterweise auf die Beschreibung und Erläuterung der das Thema nicht bewegenden steuerlichen Beziehung zwischen zu bewertenden Unternehmen und Beteiligten. Es sei in diesem Zusammenhang auf die Ausführungen in anderen Werken verwiesen.[2]
Eine besondere Betrachtung und Erörterung wird dem von den beiden Autoren entwickelten Verfahren der Bestimmung der Eigenkapitalkostensätze der zu bewertenden Unternehmen nach dem Capital Asset Pricing Model – CAPM – mittels Accounting bzw. Fundamental Betas auf der Basis der NOGA-Daten des Bundesamts für Statistik gewidmet.

2. Steuerliche Aspekte in der Unternehmensbewertung

Die Unternehmensbewertung wird in verschiedener Hinsicht von Steuern beeinflusst. In der Folge werden, nach Rechtsformen der Unternehmen unterteilt, beginnend mit der Betrachtung der Kapitalunternehmen, die Wirkungen der Steuern auf die Unternehmensbewertung untersucht.

Gegenstand der Untersuchung sind die Aspekte und Wirkungen der Einkommens- und Vermögenssteuern der natürlichen und der Gewinn- und Kapitalsteuern der juristischen Personen im Rahmen der Unternehmensbewertung.[3, 4]

2.1 Kapitalunternehmen

Kapitalunternehmen sind gemäss Art. 52 Abs. 1 ZGB, und i.V.m. Art. 643 Abs. 1 OR für die Aktiengesellschaft als Prototyp der Kapitalunternehmen, juristische Personen mit eigener Rechtspersönlichkeit.[5]

Darauf gestützt erfassen sämtliche Steuergesetze für die direkten Steuern des Bundes und der Kantone die Kapitalunternehmen als juristische Personen.[6] Juristische Personen unterliegen beim Bund für ihren steuerbaren Gewinn der Gewinnsteuer und in den Kantonen für ihren steuerbaren Gewinn und ihr steuerbares Kapital der Gewinn- und Kapitalsteuer.[7]

Die Gewinn- und Kapitalsteuern stellen bei der Kapitalgesellschaft handels- und steuerrechtlich sowie betriebswirtschaftlich[8] abzugsfähigen, cashflowwirksamen Aufwand dar.[9, 10] Sowohl bei Unternehmensbewertungsmethoden, die auf die zukünftigen Gewinne, als auch bei jenen, die auf die zukünftigen Cashflows abstellen, sind deshalb die Gewinn- und Kapitalsteuern gestützt auf die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Plandaten zu ermitteln und vom Gewinn bzw. Cashflow vor Steuern (EBT) in Abzug zu bringen.[11]

Das Hauptargument für die Berücksichtigung des Abzugs der Gewinn- und Kapitalsteuern vom Gewinn bzw. Cashflow vor Steuern (EBT) bei der Unternehmensbewertung ist die Cashflow-Wirksamkeit der Gewinn- und Kapitalsteuern, weshalb sich aus der Sicht des Übernehmers als Investor betrachtet folgerichtig auch seine zukünftigen auf den Bewertungsstichtag diskontierten Nettoeinnahmen entsprechend reduzieren, was wiederum den Wert seiner Investition senkt.

Diese cashflowseitige Reduktion des Unternehmenswerts wird indessen, gestützt auf den Ansatz des theoretisch richtigen Unternehmenswerts[12] und die durch die Unternehmenssteuerreform II bewirkte Angleichung der Gesamtsteuerbelastungen von Personen- und Kapitalunternehmen,[13] durch die Berücksichtigung der Gewinn- und Kapitalsteuern in den Kapitalkostensätzen wieder egalisiert, indem bei Kapitalunternehmen mit Kapitalkostensätzen nach Steuern operiert wird.[14]

Es ist evident, dass die Nettoeinnahmen des Übernehmers als Investor, und unter Berücksichtigung, dass die gewinn- bzw. cashflowbasierten Unternehmensbewertungsmodelle als praktische Ansätze auf den theoretisch richtigen Unternehmenswert i.S. der Investitionstheorie abstellen,[15] um die Gewinn- und Kapitalsteuern der Kapitalgesellschaft, welche anfallen, bevor es zu Nettoeinnahmen bzw. Ausschüttungen von der Kapitalgesellschaft beim Übernehmer kommen kann, gekürzt sind.[16]

Weil die Plandaten grundsätzlich auf betrieblich objektiven Wertansätzen beruhen und folglich vom Bestand und von der Veränderung stiller Reserven unbeeinflusst sind, müssen auch die Gewinnsteuern auf diesen von der Veränderung von stillen Reserven bereinigten zukünftigen Gewinnen und die Kapitalsteuern auf diesen nach der Auflösung von stillen Reserven ermittelten zukünftigen Kapitalien berechnet werden.

Gegenstand der Gewinnsteuer ist der steuerbare Reingewinn, welcher sich aus dem Saldo der Erfolgsrechnung sowie allen vor seiner Berechnung ausgeschiedenen Teilen des Geschäftsergebnisses, die nicht zur Deckung von geschäftsmässig begründetem Aufwand verwendet werden, den der Erfolgsrechnung nicht gutgeschriebenen Erträgen, mit Einschluss der Kapital-, Aufwertungs- und Liquidationsgewinne und den Zinsen auf verdecktem Eigenkapital berechnet.[17]

Gegenstand der Kapitalsteuer in den Kantonen ist das steuerbare Eigenkapital, welches sich bei Kapitalunternehmen aus dem einbezahlten Grund- oder Stammkapital, dem Partizipationskapital, den offenen und den aus versteuertem Gewinn gebildeten stillen Reserven sowie demjenigen Teil des Fremdkapitals, dem wirtschaftlich die Bedeutung von Eigenkapital zukommt, zusammensetzt, wobei mindestens das einbezahlte Aktien-, Partizipations-, Grund- oder Stammkapital steuerbar ist.[18]

Die für die Unternehmensbewertung massgeblichen zukünftigen Gewinne bzw. Cashflows berechnen sich unter Berücksichtigung der auf den Plandaten ermittelten Gewinn- und Kapitalsteuern demnach wie in Abbildung 1 dargestellt.

Es ergibt sich daraus, dass die zukünftigen Gewinn- und Kapitalsteuern die zukünftigen Gewinne bzw. Cashflows und damit den Ertragswert von Kapitalunternehmen reduzieren.

Neben den gewinn- und damit ertragswertmindernden Gewinn- und Kapitalsteuern sind bei der Unternehmensbewertung von Kapitalunternehmen die eigenkapital- und damit substanzwertmindernden Gewinnsteuern auf den aus Bewertungskorrekturen entstandenen stillen Reserven als Bestandsgrösse zu ermitteln und als Rückstellung für latente Steuern auf den aus Bewertungskorrekturen entstandenen stillen Reserven bei der Substanzwertbestimmung zu berücksichtigen.[19] Eine Kapitalsteuer auf den aus Bewertungskorrekturen entstandenen stillen Reserven ist bei der Berechnung der Rückstellung für latente Steuern nicht zu berücksichtigen, da diese bereits Teil der gewinnmindernden Gewinn- und Kapitalsteuern ist.

Gegenstand der eigenkapitalmindernden Gewinnsteuern auf den aus Bewertungskorrekturen entstandenen stillen Reserven ist bei der Unternehmensbewertung jener Teil derselben, welcher unversteuert ist, nämlich die aus Bewertungskorrekturen entstandenen unversteuerten stillen Reserven.[20] Die aus Bewertungskorrekturen entstandenen stillen Reserven und die aus Bewertungskorrekturen entstandenen unversteuerten stillen Reserven sind in dem Fall identisch, da Handelsbilanz und Steuerbilanz des entsprechenden Unternehmens identisch sind.

Die Differenz zwischen der Handelsbilanz und der Steuerbilanz sind die versteuerten stillen Reserven, indem die Steuerbilanz die höheren Aktiven oder die tieferen Passiven und damit das höhere Eigenkapital ausweist als die Handelsbilanz.[21] Versteuerte stille Reserven ergeben sich beispielsweise durch überhöhte von den Steuerbehörden im Veranlagungsverfahren aufgerechnete Abschreibungen oder Bildungen von Rückstellungen. Die Darstellung in Abbildung 2 zeigt die Beziehung zwischen Handels-, Steuer- und betriebswirtschaftlicher Bilanz und somit die im Rahmen der

Abbildung 1: Zukünftige Gewinne bzw. Cashflows nach Steuern (NOPAT)

	Jahr nach dem Zeitpunkt n der Unternehmensbewertung					
	n + 1	n + 2	n + 3	n + 4	n + 5	n + 6 ff.
	TCHF/%	TCHF/%	TCHF/%	TCHF/%	TCHF/%	TCHF/%
Gewinn bzw. Cashflow vor Steuern (EBT)	1000	1100	950	1050	1150	1100
Gewinn- und Kapitalsteuern (T) in% des EBT	200 20%	242 22%	181 19%	221 21%	265 23%	242 22%
Gewinn bzw. Cashflow nach Steuern (NOPAT)	800	858	769	829	885	858

Abbildung 2: Aus Bewertungskorrekturen entstandene gesamte stille, unversteuerte stille und versteuerte stille Reserven

	Vorräte CHF	Mobilien CHF	Rückstellung CHF	Eigenkapital* CHF
Handelsbilanz (a) Versteuerte stille Reserven (b)	15000 +5000	9000 +2000	–13000 +3000	11000 +10000
Steuerbilanz (c = a + b)	20000	11000	–10000	21000
Unversteuerte stille Reserven (d)	+10000	+3000	+4000	+17000
Betriebswirtschaftliche Bilanz (e = c + d)	30000	14000	–6000	38000
Gesamte stille Reserven (e – a) oder (b + d)	15000	5000	7000	27000

* Das Eigenkapital wird hier verkürzt dargestellt als Differenz aus den beiden Aktiven Vorräte und Mobilien und dem Passivum Rückstellung.

Unternehmensbewertung zu unterscheidenden aus Bewertungskorrekturen entstandenen gesamten stillen, die unversteuerten stillen und versteuerten stillen Reserven eines Unternehmens.

Die versteuerten stillen Reserven sind handelsrechtlich stille Reserven und steuerrechtlich offene Reserven. Sie sind versteuert und deshalb bei der Unternehmensbewertung nicht Gegenstand der Berechnung der Rückstellung für die eigenkapitalmindernden Gewinnsteuern.

Auf den unversteuerten stillen Reserven ist hingegen bei der Unternehmensbewertung eine Rückstellung für die eigenkapitalmindernden Gewinnsteuern zu berechnen. Unbestritten fällt die volle Gewinnsteuer auf den unversteuerten stillen Reserven an, würden diese unmittelbar nach der Unternehmensbewertung aufgelöst. Bei proportionalen Gewinnsteuersätzen, wie bei der direkten Bundessteuer oder der Gewinnsteuer des Kantons Zürich,[22] kann gegebenenfalls die Gewinnsteuer einfach auf dem Betrag der aufgelösten unversteuerten stillen Reserven berechnet werden.

Bei progressiven Gewinnsteuersätzen, wie für die Gewinnsteuer des Kantons Aargau,[23] muss für die Berechnung der Gewinnsteuer zum Betrag der aufgelösten unversteuerten stillen Reserven der ordentliche Reingewinn des Jahres hinzugezählt werden, indem diese aufgelöst werden.[24]

Geht man davon aus, dass die unversteuerten stillen Reserven nicht unmittelbar nach der Unternehmensbewertung aufgelöst werden, sondern, was in der Realität zutrifft, der Bilanzposition entsprechend, in der sich die unversteuerten stillen Reserven befinden,[25] erst im Lauf der Zeit, so ist diesem Umstand bei der Ermittlung der Gewinnsteuern Rechnung zu tragen. Konkret und letztlich geht es darum, die Zinswirkung auf den, aus der Sicht des Zeitpunkts der Unternehmensbewertung, erst später anfallenden Gewinnsteuern zu berücksichtigen.

Hierzu gibt es verschiedene Methoden. Gängig ist die Berücksichtigung des halben maximalen Gewinnsteuersatzes.[26] Bspw. wird auf den unversteuerten stillen Reserven eines Unternehmens eine Rückstellung für latent-bedingte Gewinnsteuern von 12.5% gebildet, wenn der maximale Gewinnsteuersatz für das bewertete Unternehmen bei 25% liegt. Diese pauschale Richtgrösse hängt von zwei Faktoren ab, nämlich einerseits vom verwendeten Zinssatz und anderseits von der Zeitspanne vom Stichtag der Unternehmensbewertung bis zur angenommenen Auflösung der unversteuerten stillen Reserven, wobei für alle Bilanzpositionen, welche unversteuerte stille Reserven enthalten, zeitlich nicht differenziert, sondern der gleiche Zeitpunkt zugrunde gelegt wird.[27] Wird z.B. mit einem Zinssatz von 6% gerechnet, liegt die durchschnittliche Zeitspanne bei rund 12 Jahren und mit 7% bei rund 10 Jahren.[28]

Diese einleuchtende Methode der Berechnung der Rückstellung für latent-bedingte Gewinnsteuern sollte dahingehend verfeinert werden, als nicht mit einer für alle Bilanzpositionen gleichen Zeitspanne gerechnet, sondern nach deren Umschlagshäufigkeit bzw. Verbrauch unterschieden wird.[29]

Das nachstehende Beispiel in Abbildung 3 ermittelt den konkreten Gewinnsteuersatz für die latent-bedingten Gewinnsteuern aufgrund der differenzierten Methode. Als Grundlage dienen die gleichen Daten wie in der Abbildung 14 für Bestand und Veränderung stiller Reserven.[30] Zusätzlich werden bestimmte Umschlagshäufigkeiten für die einzelnen Bilanzpositionen, ein maximaler Gewinnsteuersatz von 30% sowie für die Berechnung des Barwertfaktors und damit der Zinswirkung ein Zinssatz von 7% angenommen.

Bei der Berechnung der Rückstellung für latent-bedingte Gewinnsteuern auf unversteuerten stillen Reserven ist weiter zu berücksichtigen, dass sich der gesamte maximale Gewinnsteuersatz aus mehreren Gewinnsteuern zusammensetzt. Bei einem rein den schweizerischen Steuerhoheiten unterstellten Unternehmen, was bei kleinen und mittleren Unternehmen mehrheitlich der Fall ist, sind dies folgende Gewinnsteuern:

- **Direkte Bundessteuer**
  Die Gewinnsteuer fällt aufgrund persönlicher Zugehörigkeit der steuerpflichtigen Person an, insofern das Kapitalunternehmen seinen Sitz oder seine tatsächliche Verwaltung in der Schweiz hat.[31] Steuerbar bei der direkten Bundessteuer ist in diesem Fall undifferenziert der gesamte Betrag der aufgelösten unversteuerten stillen Reserven.
- **Kantonale Gewinnsteuer**
  Die kantonale Gewinnsteuer kommt aufgrund persönlicher Zugehörigkeit der steuerpflichtigen Person dann zum Tragen, wenn die Kapitalgesellschaft, analog wie bei der direkten Bundessteuer, ihren Sitz oder ihre tatsächliche Verwaltung im betreffenden Kanton hat.[32]
  Bezüglich des Betrags der aufgelösten unversteuerten stillen Reserven, welcher der kantonalen Gewinnsteuer unterstellt wird, muss unterschieden werden, indem nicht in jedem Fall die gesamten aufgelösten unversteuerten stillen Reserven besteuert werden, sondern die Summe derselben davon abhängig gemacht wird, ob ein Kanton bezüglich der Besteuerung der Gewinne auf Grundstücken des Geschäftsvermögens das dualistische oder das monistische System anwendet. In Kantonen mit dualistischem System[33] unterliegt, wie bei der direkten Bundessteuer, der gesamte Betrag der aufgelösten unversteuerten stillen Reserven der kantonalen Gewinnsteuer. In Kantonen mit monistischem System[34] sind es die aufgelösten unversteuerten stillen Reserven auf nicht immobilen Aktiven und auf Fremdkapital sowie die durch die Auflösung von unversteuerten stillen Reserven wiedereingebrachten Abschreibungen auf immobilen Aktiven.[35]
- **Kantonale Grundstückgewinnsteuer**
  Die kantonale Grundstückgewinnsteuer ist bei der Bestimmung des maximalen Gewinnsteuersatzes nur in dem Fall zu berücksichtigen, da ein Kanton das monistische System anwendet und das zu bewertende Unternehmen immobile Aktiven hat, welche unversteuerte stille Reserven beinhalten. Mit der kantonalen Grundstückgewinnsteuer wird derjenige Teil der unversteuerten stillen Reserven erfasst, der über die wiedereingebrachten Abschreibungen hinausgeht, was der Differenz zwischen Veräusserungserlös und Anlagekosten entspricht.[36]

Es ergibt als Fazit, dass die auf den unversteuerten stillen Reserven lastenden latent-bedingten Gewinnsteuern das auf den Unternehmensbewertungsstichtag bestehende betrieblich-objektiv bewertete Eigenkapital und damit den Substanzwert des Unternehmens reduzieren.

2.2 Personenunternehmen

Personenunternehmen, d.h. Einzelunternehmen und Personengesellschaften, haben keine eigene Rechtspersönlichkeit.[37]

Der zivilrechtlichen Regelung entsprechend erfassen die Steuergesetze für die Einkommens- und Vermögenssteuern sowie die Gewinn- und Kapi-

Abbildung 3: Rückstellung für latent-bedingte Gewinnsteuern auf unversteuerten stillen Reserven in Abhängigkeit zur Umschlagshäufigkeit bzw. zum Verbrauch der Bilanzpositionen

	sR TCHF	UH Faktor	ZS Jahre	BWF Faktor	mGSS %	kGSS %	R TCHF
Vorräte	50	1,000	1	0,935	30%	28%	14
Mobile Sachanlagen	40	0,125	8	0,582	30%	17%	6,8
Immobile Sachanlagen	140	0,025	40	0,067	30%	2%	2,8
Rückstellungen	30	0,333	3	0,816	30%	24%	7,2
Total	260	0,071	14	0,388	30%	12%	30,8

Legende
sR = stille Reserve
UH = Umschlagshäufigkeit der Bilanzposition
ZS = Zeitspanne
BWF = Barwertfaktor bei einem Zinssatz von 7%
mGSS = maximaler Gewinnsteuersatz
kGSS = konkreter Gewinnsteuersatz für die latent-bedingten Gewinnsteuern
R = Rückstellung für latent-bedingte Gewinnsteuern

talsteuern des Bundes und der Kantone nicht die Personenunternehmen als Steuersubjekte, sondern deren Rechtsträger.[38]

Beim Einzelunternehmen ist dies eine natürliche Person. Bei den Personengesellschaften können es, je nach Rechtsform, natürliche und/oder juristische Personen sein, wobei bei der Kollektivgesellschaft nur natürliche Personen als Gesellschafter infrage kommen.[39] Gewinn und Kapital eines Personenunternehmens werden folglich für deren Besteuerung nicht diesem zugerechnet, sondern auf die Anzahl der Beteiligten gemäss ihrer Quote am gesamten Gewinn und Kapital aufgeteilt und bei diesen zu ihrem übrigen Einkommen oder Gewinn bzw. Vermögen oder Kapital hinzugezählt und mit diesen besteuert.

Natürliche Personen als Beteiligte eines Personenunternehmens unterliegen beim Bund für ihren anteiligen Gewinn daraus als Einkommen aus selbständiger Erwerbstätigkeit der Einkommenssteuer[40] und in den Kantonen für ihren anteiligen Gewinn und ihr anteiliges Kapital daraus als Einkommen aus selbständiger Erwerbstätigkeit und Geschäftsvermögen der Einkommens- und Vermögenssteuer.[41] Analog werden juristische Personen als Beteiligte eines Personenunternehmens beim Bund für ihren anteiligen Gewinn daraus mit der Gewinnsteuer[42] und in den Kantonen für ihren anteiligen Gewinn und ihr anteiliges Kapital daraus mit der Gewinn- und Kapitalsteuer[43] belastet.

Bei natürlichen Personen sind die Einkommens- und Vermögenssteuern zwar cashflowwirksamer Aufwand, können aber, weil sie steuerrechtlich zu den Lebenshaltungskosten gezählt werden, weder beim Bund noch in den Kantonen vom steuerbaren Einkommen in Abzug gebracht werden.[44]

Problematisch und inkonsequent ist diese Situation insofern, als die Einkommens- und Vermögenssteuern, welche aus dem Gewinn und Kapital eines Personenunternehmens resultieren und deshalb unmittelbar den Cashflow desselben belasten und folglich, zumindest betriebswirtschaftlich und in Analogie zu den Kapitalunternehmen betrachtet, als Aufwand des Personenunternehmens einzustufen sind, nicht auch als steuerlich abziehbarer Aufwand desselben gelten. Problematisch ist diese Situation zudem auch im Vergleich zum Unternehmenswert von Kapitalunternehmen, indem die Gewinn- und Kapitalsteuern bei diesen anerkanntermassen sowohl handels- und steuerrechtlich als auch betriebswirtschaftlich Aufwand darstellen, bei den Personenunternehmen zumindest aber handels- und steuerrechtlich nicht als Aufwand taxiert werden[45, 46] (vgl. Abbildung 4).

Es stellt sich mithin die Frage, ob die aus dem Gewinn und Kapital eines Personenunternehmens resultierenden Einkommens- und Vermögenssteuern einer natürlichen Person bzw. Gewinn- und Kapitalsteuern eines Kapitalunternehmens bei der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen sind. Die Beantwortung dieser Frage setzt voraus, dass ein Unternehmen, einmal in der Rechtsform eines Kapitalunternehmens und ein andermal in derjenigen eines Personenunternehmens betrachtet, in Bezug auf seine unterschiedliche, rechtsformabhängige steuerliche Situation analysiert wird.

Abbildung 4: Gegenüberstellung der steuerlichen Situation eines Kapital- und eines Personenunternehmens und Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung der Gewinnsteuer[1]

	Kapital-unternehmen CHF	Personen-unternehmen CHF	Differenz CHF
Ertrag	10 000 000	10 000 000	0
Aufwand vor Steuern	–9 000 000	–9 000 000	0
Gewinn vor Steuern (EBT)[2]	1 000 000	1 000 000	0
20% Steuern auf Ebene Unternehmen[3]	–200 000	0	–200 000
Gewinn nach Steuern (NOPAT)	800 000	1 000 000	–200 000
15% bzw. 30% Steuern auf Ebene Beteiligte[4, 5]	–120 000	–300 000	180 000
Nettoausschüttung an Beteiligte	680 000	700 000	–20 000
Gesamte Steuern	–320 000	–300 000	–20 000
in% des EBT	32%	30%	–2%

Unternehmenswert (reiner Ertragswert), basierend auf NOPAT

	Kapital-unternehmen CHF	Personen-unternehmen CHF	Differenz CHF
Gewinn nach Steuern (NOPAT)	800 000	1 000 000	–200 000
Eigenkapitalkostensatz nach Steuern	8%	10%	
Unternehmenswert (reiner Ertragswert)	10 000 000	10 000 000	

1 Es wird angenommen, die beiden Unternehmen seien bis auf ihre steuerliche Situation gleich gross und erfolgreich. Bei den Zahlen handelt es sich um betrieblich-objektive Plandaten.
2 Der EBT bei beiden Unternehmen ist nach Unternehmersalär.
3 Es sind dies Gewinn- und Kapitalsteuern der Kapitalgesellschaft. Eine Steuerbelastung von 20% auf dem Gewinn vor Steuern (EBT) entspricht einer Steuerbelastung von 25% auf dem steuerbaren Gewinn (NOPAT).
4 Es sind dies Einkommenssteuern der Beteiligten, wobei der Einfachheit halber angenommen wird, dass sowohl an der Kapitalgesellschaft als auch am Personenunternehmen nur natürliche Personen beteiligt sind. Zu beachten ist in diesem Zusammenhang, dass am Ende einer Gruppenstruktur (Enkel-Tochter-Mutter) immer eine oder mehrere natürliche Personen stehen (Stiftungen und die öffentliche Hand weggelassen).
5 Um der Gegenüberstellung willen muss angenommen werden, dass bei der Kapitalgesellschaft der gesamte Gewinn nach Steuern an die Beteiligten ausgeschüttet wird. Zu beachten ist dabei, dass in Anlehnung an die Unternehmenssteuerreform II und entsprechende Bestimmungen in den Kantonen, bspw. § 45a StG AG (in Kraft seit 1. Januar 2007) oder § 35 Abs. 4 StG ZH (in Kraft seit 1. Januar 2008), mit einem reduzierten Dividendensteuersatz von 50% des Gesamtsteuersatzes gerechnet wird.

Aus der Gegenüberstellung ergeben sich folgende Erkenntnisse:

- Der EBT unterliegt beim Kapitalunternehmen der wirtschaftlichen Doppelbelastung, indem er auf der Ebene Unternehmen mit der Gewinn- und Kapitalsteuer des Kapitalunternehmens und dann auf der Ebene Beteiligte um die Gewinn- und Kapitalsteuer gekürzt mit der Einkommenssteuer zu einem reduzierten Dividendensteuersatz[47, 48] der Beteiligten belastet wird. Der EBT wird beim Personenunternehmen lediglich auf Ebene der Beteiligten mit der Einkommenssteuer erfasst.
- Die unterschiedliche Besteuerung eines Unternehmens einmal in der Rechtsform Kapitalunternehmen und ein andermal in derjenigen eines Personenunternehmens ist rein steuerrechtlicher Natur. Betriebswirtschaftlich ist es grundsätzlich und rechtsformunabhängig betrachtet dasselbe Unternehmen.
- Die rechtsformabhängige Besteuerung führt bei einer Unternehmensbewertung eines Kapitalunternehmens gestützt auf die zukünftigen Gewinne bzw. Cashflows mit Kapitalkostensätzen vor Steuern, wie sie bei Personenunternehmen zur Anwendung gelangen, zu einem gegenüber dem Personenunternehmen tieferen Unternehmenswert des Kapitalunternehmens. Dieser Nachteil des Kapitalunternehmens kann nicht ohne Weiteres vollumfänglich durch Vorteile desselben gegenüber dem Personenunternehmen kompensiert werden,[49] sodass die rechtsformabhängige unterschiedliche Besteuerung, würde bei der Unternehmensbewertung auf den NOPAT des Unternehmens mit Kapitalkostensätzen vor Steuern abgestellt, zu unterschiedlichen rechtsformabhängigen Unternehmenswerten führen würde.[50] Folgerichtig sind die Kapitalkostensätze bei der Unternehmensbewertung von Kapitalunternehmen, unter Beachtung des theoretisch richtigen Unternehmenswerts und der durch die Unternehmenssteuerreform II bewirkten Angleichung der Gesamtsteuerbelastungen von Personen- und Kapitalunternehmen, um die Steuern zu reduzieren.[51]
- Die Unternehmensbewertung gestützt auf den EBT würde bei gleich hohem Kapitalisierungszinsfuss rechtsformunabhängig zu identischen Unternehmenswerten führen. Problematisch ist diese Unternehmensbewertung insofern, als sie gegenüber dem theoretisch richtigen Unternehmenswert, der der Summe der zukünftigen auf den Bewertungszeitpunkt diskontierten Netto-

einnahmen des Übernehmers entspricht, um die auf den Bewertungszeitpunkt diskontierten direkten Steuern des Unternehmens und der Beteiligten zu hoch ausfällt und die Kapitalkostensätze für die Ermittlung des richtigen Unternehmenswerts entsprechend erhöht werden müssten.[52]

- Angelehnt an den theoretisch richtigen Unternehmenswert besteht als weitere Möglichkeit, die Unternehmensbewertung durch Diskontierung der Nettoausschüttung an die Beteiligten, also des EBT abzüglich aller direkten Steuern auf Ebene Unternehmen und Beteiligte, vorzunehmen, wobei die Kapitalkostensätze entsprechend reduziert werden müssten.[53, 54, 55]

Mit der Unternehmenssteuerreform II und der reduzierten Dividendenbesteuerung resultieren bei den unterschiedlichen Rechtsformen der Unternehmen unter Anwendung von Kapitalkostensätzen nach Steuern, vorbehalten die unterschiedlichen kantonalen Regelungen zur reduzierten Dividendenbesteuerung, angeglichene Unternehmenswerte. Eine Unternehmensbewertung mit dem Ziel rechtsformunabhängiger, gleich hoher Unternehmenswerte bei Einsatz gleich hoher Kapitalkostensätze kann letztlich nur durch eine rechtsformneutrale Unternehmensbesteuerung erreicht werden.[56]

3. Kapitalkosten und Kapitalkostensätze

Gemäss der neuen Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) entspricht der Wert eines Unternehmens dem Barwert der den Kapitalgebern daraus zufliessenden finanziellen Überschüsse. Die für die finanziellen Überschüsse angenommene Zahlungsreihe wird dazu mit den Kapitalkosten auf den Bewertungsstichtag abgezinst.[57]

Ebenfalls nach der neuen Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) können die Kapitalkosten modellhaft aus Marktdaten abgeleitet oder subjektiv geschätzt werden. Es steht – vorbehaltlich vertraglicher oder gesetzlicher Festlegungen – im Ermessen des Bewertenden, wie dabei vorgegangen werden soll. Die Entscheidung ist zu begründen und die Kapitalkosten sind nachvollziehbar abzuleiten. Die dazu erforderlichen Annahmen und Quellen sind zu nennen und zu erläutern.[58]

Die von den Kapitalgebern erwartete und äquivalente Rendite kann entweder durch Befragung, theoretische Modelle (Kapitalmarkttheorie), empirische Untersuchungen (Kapitalmarktstudien) oder subjektive Schätzungen bestimmt werden.[59]

Weil Befragungen der involvierten Kapitalgeber praktisch nicht oder nur schwer durchführbar sind, folgt die herrschende Bewertungslehre der Kapitalmarkttheorie und -empirie. Beide Ansätze stehen auf dem gleichen Fundament, unterscheiden sich jedoch hinsichtlich Ableitung der einzelnen Parameter. Kapitalmarkttheoretische Modelle ermitteln hypothetische Werte i.S. von erwarteten Renditen, die sich unter idealen Bedingungen ergeben hätten. Empirische Untersuchungen eruieren hingegen in der Vergangenheit tatsächlich erzielte Renditen, die – soweit die Hypothese – von den Anlegern dann auch in Zukunft erwartet werden können, und in jüngerer Zeit auch implizite Marktrenditen aus der Zusammenschau von Börsenkursen und vorhergesagten künftigen Erfolgen.[60]

Bei der Bestimmung objektivierter Unternehmenswerte sollten weitestgehend modellhaft-empirisch abgestützte Parameter verwendet werden, weil der damit ermittelte Risikozuschlag nicht auf einer blossen Schätzung beruht, sondern auf in der Vergangenheit eingetretenen Marktrenditen und damit Tatsachen. Auch soweit es um Verkehrswerte geht und Marktwerte gutachterlich geschätzt werden müssen, sollte auf Daten eben dieses Marktes zurückgegriffen werden.[61]

In der Folge werden beide Verfahren, nämlich das modellhaft-empirische anhand des Capital Asset Pricing Models mit Accounting bzw. Fundamental Beta aus einer Peer Group von kleinen und mittleren Unternehmen gemäss NOGA und das subjektive mittels Risikozuschlagsmodell, bei welchem eine Schätzung der Risikozuschläge stattfindet, dargestellt und erörtert.

3.1 Gemischter Kapitalkostensatz WACC – Weighted Average Cost of Capital

Wird der Unternehmenswert nach dem Gesamtkapital- bzw. Entity-Ansatz ermittelt, so sind die zukünftigen Gewinne bzw. Free Cashflows zuzüglich Fremdkapitalkosten mit einer gewichteten durchschnittlichen Renditeforderung der Eigen- und Fremdkapitalgeber, d.h. mit einem gewogenen Gesamtkapitalkostensatz, dem sog. Weighted Average Cost of Capital, abgekürzt WACC, zu diskontieren.[62] Der WACC ist folglich eine der zentralen Grundgrössen der oben dargestellten Unternehmensbewertungsmethoden und wird nachstehend analysiert und erörtert.

3.1.1 Parameter des WACC

Der Gesamtkapitalkostensatz WACC wird ermittelt, indem der Fremdkapitalkostensatz und der Eigenkapitalkostensatz im Verhältnis von Fremdkapital und Eigenkapital zu Gesamtkapital gewichtet und addiert werden. Demgemäss müssen für die Herleitung des WACC folgende Parameter bekannt sein:

- Struktur von Fremd- und Eigenkapital
- Fremdkapitalkostensatz, vor oder nach Steuern, firmenspezifischer Gewinnsteuersatz sowie verzinsliches und nichtverzinsliches Fremdkapital
- Eigenkapitalkostensatz, vor oder nach Steuern, firmenspezifischer Gewinnsteuersatz[63]

Zu den einzelnen Parametern bedarf es der Erläuterung:

Struktur von Fremd- und Eigenkapital

Zu beachten ist hierbei, dass für die Unternehmensbewertung mit zukünftigen Gewinnen und Free Cashflows gerechnet wird. Dies bedingt, dass nicht mit der aktuellen Kapitalstruktur, sondern, je nach Unternehmensbewertungsmethode, mit durchschnittlichen bei der reinen Ertragswertmethode[64] oder mit zu Beginn jährlich-individuellen und anschliessend durchschnittlichen Plankapitalstrukturen bei der DCF- und EVA-Methode gearbeitet wird, welche mit den zukünftigen Gewinnen bzw. Free Cashflows korrelieren.[65]

Fremdkapitalkostensatz, vor und nach Steuern, firmenspezifischer Gewinnsteuersatz sowie verzinsliches und nichtverzinsliches Fremdkapital

Der Fremdkapitalkostensatz ist entsprechend der zukünftigen Fremd- und Eigenkapitalstruktur ein Plankapitalkostensatz. Seine Höhe bestimmt sich aufgrund der eingesetzten Fremdkapitalformen und des Fremdfinanzierungsgrads.[66] Steigt der Fremdfinanzierungsgrad oder ist das Fremdkapital bspw. nicht mehr im Einklang mit der «goldenen» Finanzierungs- bzw. Bilanzregel, wächst auch das Risiko auf dem Fremdkapital und der Fremdkapitalkostensatz muss entsprechend erhöht werden.[67]

Die Fremdkapitalkosten sind steuerlich abzugsfähiger Aufwand.[68] Ihre einkommens- und gewinnsteuermindernde Wirkung ist bei der Bestimmung des Fremdkapitalkostensatzes je nach Methode der Berechnung der Gewinnsteuern zu berücksichtigen.[69]

Mit dem Fremdkapitalkostensatz nach Steuern wird in dem Fall operiert, da die Steuern vom zukünftigen EBIT gerechnet werden und damit betragsmässig eigentlich zu hoch ausfallen und dementsprechend ein zu tiefer Unternehmenswert bei einem nicht steueradjustierten Fremdkapitalkostensatz resultieren würde. Mit einem nicht steueradjustierten Fremdkapitalkostensatz kann hingegen dann gerechnet werden, wenn die Steuern richtigerweise vom steuerbaren Gewinn bzw. NOPAIT ermittelt werden.[70] Dann steht dem höheren WACC auch ein höherer zukünftiger Gewinn bzw. Cashflow gegenüber. Vorliegend wird die zweite Methode favorisiert.[71]

Die Unterteilung in verzinsliches und nichtverzinsliches Fremdkapital ist von Bedeutung, da es sich um einen gewogenen Gesamtkapitalkostensatz handelt. Der Miteinbezug des nichtverzinslichen Fremdkapitals kann dabei auf zwei Arten erfolgen.[72]

Eigenkapitalkostensatz, vor oder nach Steuern, firmenspezifischer Gewinnsteuersatz

Der Eigenkapitalkostensatz setzt sich zusammen aus einem risikofreien Kapitalzinssatz und einer Reihe von Risikozu- und ggf. auch -abschlägen.[73]

Als risikofreier Kapitalzinssatz wird vorzugsweise die Rendite der Bundesobligationen über eine längere Zeitdauer, bspw. 10 Jahre, herangezogen.[74] Entscheidend ist, dass, entsprechend dem Prinzip der Zukunftsbezogenheit der Unternehmensbewertung, auch dieser risikofreie Kapitalzinssatz in einen zukünftigen Kapitalzinssatz, bspw. durch Extrapolation, transformiert wird und ganz generell alle Risikozu- und -abschläge ebenfalls als zukünftige Risikozu- und -abschläge bestimmt werden.[75] Zu beachten ist, dass der risikofreie Kapitalzinssatz unter Berücksichtigung der Rechtsform des Unternehmens zu bestimmen ist. Bei Kapitalunternehmen ist folgerichtig mit einem um die Gewinn- und Kapitalsteuern reduzierten Kapitalzinssatz zu rechnen.[76] Risikozuschläge zum risikofreien Kapitalzinssatz sind u.a. die erschwerte Verkäuflichkeit eines Unternehmens, die Branche, Konkurrenzverhältnisse, der Standort des Unternehmens und die nur partielle Ausschüttungsmöglichkeit der Gewinne.[77] Als Risikoabschlag kann u.U. ein Abzug für Geldentwertungsschutz gerechtfertigt sein.[78]

3.1.2 Berechnung der Risikozu- und -abschläge beim Eigenkapitalkostensatz

Die Berechnung dieser Risikozu- und -abschläge kann für kleine und mittlere Unternehmen auf zwei Arten erfolgen, nämlich mit dem Risikozuschlagsmodell oder dem Capital Asset Pricing Model.

Risikozuschlagsmodell

Gemäss dem Risikozuschlagsmodell werden pro Risiko entsprechende Risikozu- und -abschläge geschätzt.[79, 80] Diese Methode ist in der Schweiz sehr gebräuchlich für kleine und mittlere Unternehmen und ihre Vorteile liegen, neben ihrer breiten Akzeptanz, in der praktischen Herleitung und leichten Nachvollziehbarkeit. Ihr grösster Nachteil ist die Subjektivität der Anzahl und Höhe der Risikozu- und -abschläge, welche praktisch im alleinigen Ermessen des Bewerters liegen.[81]

Capital Asset Pricing Model

Demgegenüber werden beim Capital Asset Pricing Model die Risikozu- und -abschläge zusammengefasst und systematisch als Produkt durch Multiplikation eines unternehmensspezifischen Betafaktors mit der Differenz des allgemeinen Risikos für Wertpapiere, der Marktrisikoprämie, abzüglich der risikofreien Zinsrate ermittelt.[82]

Der Betafaktor umfasst sowohl das Geschäfts- (Business Risk) als auch das Finanzierungsrisiko (Financial Risk), die beide auf dem Eigenkapital lasten.[83] Er ist das proportionale Mass für die Veränderung einer einzelnen Wertkategorie[84] zum Gesamtmarkt (Index) und drückt deren Wertsensibilität aus. Hat ein Unternehmen bspw. einen Betafaktor von 1,3, verändern sich dessen Titel bei einer Bewegung des Gesamtmarkts von 10% proportional um 13%.

Der Vorteil des Capital Asset Pricing Models liegt in der systematischen Herleitung des unternehmensspezifischen Gesamtrisikos des Eigenkapitals.[85]

Die Herausforderung beim Capital Asset Pricing Model ist, dass für kleine und mittlere Unternehmen keine eigenen Betafaktoren verfügbar sind, weshalb es sich empfiehlt, auf Branchenbetas abzustellen, vorliegend auf der Basis der NOGA-Daten im Sinn von Accounting bzw. Fundamental Betas.[86] Im Weiteren sind für kleine und mittlere Unternehmen typische Risiken, wie die erschwerte Verkäuflichkeit aufgrund des fehlenden oder intransparenten und ineffizienten Markts, je nach angewendeter Methode der Ermittlung des relevanten Betafaktors, zusätzlich zu diesem zu erfassen.[87]

Bei der Ermittlung von Betafaktoren für kleine und mittlere Unternehmen gibt es verschiedene Methoden, von denen nachfolgend drei wesentliche für kleine und mittlere Unternehmen dargestellt und in ihrer Herleitung beschrieben werden.

Ermittlung Betafaktor für die konkrete Unternehmensbewertung ausgehend von Betafaktoren von börsenkotierten Unternehmen

Dabei wird so vorgegangen, dass Betafaktoren von börsenkotierten Unternehmen einer bestimmten Peer Group, zu welcher auch das zu bewertende kleine oder mittlere Unternehmen zumindest branchenmässig gerechnet werden kann, ermittelt und diese alsdann als Durchschnitt unlevered und für die konkrete Unternehmensbewertung relevered werden.

Unlevern und relevern bedeutet einerseits eliminieren, d.h. von einer Fremd- und Eigenkapitalstruktur zu einer reinen Eigenfinanzierung, bzw. hinzufügen, d.h. von einer reinen Eigenfinanzierung zu einer für das zu bewertende Unternehmen geltenden Fremd- und Eigenkapitalstruktur, von Kapitalstruktureffekten.

Das Hauptproblem dieser Methode liegt in der Herleitung von Betafaktoren für kleine und mittlere, ausgehend von börsenkotierten Unternehmen, in dem evident ist, dass beide Risikoelemente des Eigenkapitalkostensatzes, d.h. Business Risk und Financial Risk, bei börsenkotierten Unternehmen ungleich derjenigen bei kleinen und mittleren Unternehmen sind.

Diese Methode kann zur Berechnung konkreter Betafaktoren beigezogen werden, muss jedoch mit spezifischen Risikokomponenten für kleine und mittlere Unternehmen ergänzt werden, wie bereits oben erwähnt.

Ermittlung Betafaktor für die konkrete Unternehmensbewertung als Umkehrfunktion aus dem Risikozuschlagsmodell

Bei diesem Modell erfolgt die Ermittlung des Betafaktors als Umkehrfunktion ausgehend vom mittels des Risikozuschlagsmodells berechneten Eigenkapitalkostensatz. Das Ergebnis kann alsdann mit levered Betafaktoren von börsenkotierten Unternehmen der entsprechenden Peer Group plausibilisiert werden.

Bei dieser Methode zeigen sich zwei Hauptprobleme, indem einerseits beim Risikozuschlagsmodell mit geschätzten, jedoch nicht verifizierten Risikozuschlägen gearbeitet wird[88] und anderseits eine Plausibilisierung mit levered Betafaktoren von börsenkotierten Unternehmen mit den bereits bei der ersten Methode beschriebenen Nachteilen des Vergleichs stattfindet.

Favorisiertes Modell: Ermittlung Betafaktor für die konkrete Unternehmensbewertung als Accounting bzw. Fundamental Beta aus einer Peer Group von kleinen und mittleren Unternehmen gemäss NOGA

Bei der NOGA handelt es sich um die «Nomenclature générale des Activités économiques» bzw. zu Deutsch um die «Allgemeine Systematik der Wirtschaftszweige», worauf gestützt das Bundesamt für Statistik die jährlich für jeweils zwei Geschäftsjahre erscheinenden Buchhaltungsergebnisse schweizerischer Unternehmen, letztmals für die Geschäftsjahre 2015–2016, ermitteln und publizieren.[89]

Die Buchhaltungsergebnisse schweizerischer Unternehmen umfassen für die Geschäftsjahre 2015–2016 einen Stichprobenrahmen für die Wertschöpfungsstatistik Ende 2016 von 156943 wirtschaftlich aktiven Unternehmen, die sich hinsichtlich Grössenklassen gemäss Abbildung 5 aufteilen.

Es ist evident, dass dabei den kleinen und mittleren Unternehmen, d.h. jenen bis 249 Beschäftigten, das grösste Gewicht zukommt und sich diese statistischen Grundlagen für die Berechnung von Accounting bzw. Fundamental Betas für kleine und mittlere Unternehmen gut eignen.

Der Stichprobenplan 2016 resultiert aus dem Stichprobenrahmen 2016. Entsprechend dem

Abbildung 5

Grössenklasse	Anzahl Unternehmen	In Prozenten
1 mit zwischen 3 und 7 Beschäftigten	90957	57,95%
2 mit zwischen 8 und 19 Beschäftigten	41198	26,25%
3 mit zwischen 20 und 49 Beschäftigten	15535	9,90%
4 mit zwischen 50 und 249 Beschäftigten	7954	5,07%
5 mit 250 oder mehr Beschäftigten	1299	0,83%
Total	156943	100,00%

ausgearbeiteten Stichprobenplan erfolgte die Ziehung der Stichprobe im Stichprobenverwaltungssystem.[90] Die resultierende Bruttostichprobe enthält 21832 Unternehmen aus insgesamt 156943 betrachteten Unternehmen. Die Rücklaufquote beträgt 13813 Unternehmen und teilt sich bezüglich der Grössenklasse gemäss Abbildung 6 auf.

Bei diesem Modell erfolgt die Ermittlung des Betafaktors, indem der Betafaktor der entsprechenden NOGA-Klasse, zu welcher das konkret zu bewertende Unternehmen zuzuordnen ist, errechnet wird, dieser alsdann unter Berücksichtigung eines für die entsprechende NOGA-Klasse geltenden Gewinn- und Kapitalsteuersatzes und der gegebenen Fremd- und Eigenkapitalverhältnisse unlevered und mit den konkreten Finanzdaten des zu bewertenden Unternehmens und dem für dieses Unternehmen relevanten Gewinn- und Kapitalsteuersatz relevered wird. Darauf gestützt kann mittels Capital Asset Pricing Model der konkret zur Anwendung gelangende Eigenkapitalkostensatz des zu bewertenden Unternehmens errechnet werden.

Diese Methode zeigt im Vergleich zu den beiden oben erwähnten Methoden verschiedene Vorteile, indem einerseits Deckungsgleichheit der Peer Group nach NOGA mit dem konkret zu bewertenden Unternehmen besteht sowie andererseits eine grosse Datensicherheit hinsichtlich der Peer Group im mehrjährigen Zeitspektrum und nach Prinzip der grossen Zahl die Berechnung des Accounting bzw. Fundamental Betas massgeblich stabilisiert und seine Genauigkeit präzisiert. Im Weiteren ist die Herleitung der Berechnung transparent und nachvollziehbar und enthält keine Schätzungskomponenten.[91]

In Kapitel 3.2 wird das favorisierte Modell anhand eines Beispiels durchgerechnet und veranschaulicht.

Die beiden Modelle lassen sich formelmässig wie in den Abbildungen 7 und 8 darstellen.

Bei der Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes ist neben dem allgemeinen unternehmensspezifischen Risiko bzw. Geschäftsrisiko dem Finanzierungsrisiko auf dem Eigenkapital, d.h. der Situation, da das Unternehmen für seine betrieblichen Leistungen Fremdkapital einsetzt, Rechnung zu tragen, indem dieses zum Geschäftsrisiko dazugeschlagen wird.[92] Zu beachten ist, dass der Betafaktor bereits beide Risiken, die auf dem Eigenkapital lasten, umfasst und das Finanzierungsrisiko nicht mehr zusätzlich berücksichtigt werden muss.[93]

Beim Risikozuschlagsmodell ist das Finanzierungsrisiko hingegen als eigener Zuschlag mit einzurechnen und kann – bei linear betrachteter Risikokostenentwicklung – als Funktion des Verhältnisses Fremdkapital zu Eigenkapital bestimmt werden.[94] Zusätzlich ist das bei juristischen Personen durch die Steuerwirkung reduzierte Leveragerisiko zu beachten, da die zukünftigen Gewinne bzw. Cashflows nach Steuern nun einem erhöhten Kapital gegenüberstehen, womit sich die Renditevolatilität entsprechend verringert, d.h. $x \times (1-s)$[95, 96] (vgl. Abbildung 9).

3.1.3 Bestimmung des WACC

Beim WACC handelt es sich um einen gewogenen Gesamtkapitalkostensatz, für dessen Bestimmung die zukünftigen Eigen- und Fremdkapitalbestände erforderlich sind.[97] Der WACC kann, ausgehend von diesen zukünftigen Strukturen von Fremd- und Eigenkapital, auf zwei Arten bestimmt werden, wobei das Augenmerk auf das Element des nichtverzinslichen Fremdkapitals zu richten ist.[98]

Wird das nichtverzinsliche Fremdkapital aus der Formel für den WACC aussaldiert, ergibt sich ein höherer WACC, bei dessen Anwendung direkt der Unternehmenswert nach Abzug des nichtverzinslichen Fremdkapitals ermittelt wird. Bleibt das nichtverzinsliche Fremdkapital in der Formel enthalten, ergibt sich ein tieferer WACC und damit ein höherer Unternehmenswert, von dem indessen folgerichtig das nichtverzinsliche Fremdkapital in Abzug gebracht werden muss. Das Beispiel in Abbildung 10 verdeutlicht diese Funktion.

Weitere eigene Untersuchungen mit der Bestimmung des WACC aufgrund der beiden vorstehend dargestellten Arten haben indessen gezeigt, dass eine Übereinstimmung der Unternehmenswerte nur unter gewissen Voraussetzungen erreicht werden kann und ansonsten teilweise erhebliche Unterschiede resultieren. Die Bestimmung des WACC als gewogenes arithmetisches Mittel der Kapitalkostensätze der verschiedenen verwendeten Kapitalarten führt deshalb nur bei Aussaldierung des nichtverzinslichen Fremdkapitals zum richtigen Resultat, da auch nur der mit dem verzinslichen Fremdkapital korrelierende Zins und der mit dem Eigenkapital korrelierende Reingewinn im EBI enthalten sind. Es ergibt sich damit die Formel in Abbildung 11 zur Bestimmung des WACC.

3.2 Eigenkapitalkostensatz mittels Capital Asset Pricing Model gestützt auf NOGA-Daten mittels Accounting bzw. Fundamental Beta

Favorisiert wird hinsichtlich der Bestimmung des Eigenkapitalkostensatzes das Capital Asset Pricing Model.[99] Das Risikozuschlagsmodell kann und soll zur Plausibilisierung mitgerechnet werden, insbesondere wenn die einzelnen Risikozu- und -abschläge und das Finanzierungsrisiko anhand der oben dargestellten Funktion differenziert ermittelt werden.

Abbildung 6

Grössenklasse	Anzahl erhobene Unternehmen	Anzahl antwortende Unternehmen
1 und 2 mit zwischen 3 und 19 Beschäftigten	9198	4911
3 mit zwischen 20 und 49 Beschäftigten	3904	2451
4 mit zwischen 50 und 249 Beschäftigten	7431	5337
5 mit 250 oder mehr Beschäftigten	1299	1114
Total	21832	13813

Abbildung 7: Ermittlung Eigenkapitalkostensatz mittels Risikozuschlagsmodell

Risikozuschlagsmodell (RZM)*

$$k_{EK} = RZR + \underbrace{R_{eV} + R_{eR} - A_{Ge}}_{R_I} \times FR$$

Legende
- k_{EK} = Eigenkapitalkostensatz
- RZR = Risikofreie Zinsrate, bei Kapitalunternehmen nach Steuern
- R_{eV} = Zuschlag erschwerte Verkäuflichkeit
- R_{eR} = Zuschlag erhöhtes Risiko
- A_{Ge} = Abschlag Geldentwertungsschutz

} R_I = Geschäftsrisiko (BR)

- BR = Business Risk
- FR = Financial Risk

* Helbling Carl, Unternehmensbewertung und Steuern, 9. Aufl., Düsseldorf 1998, S. 442, der das Risikozuschlagsmodell tabellarisch darstellt.

Abbildung 8: Ermittlung Eigenkapitalkostensatz mittels Capital Asset Pricing Model (CAPM) unter Berücksichtigung Steuerwirkung

Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

$$k_{EK} = RZR \times (1 - s) + \beta \times (r_M - RZR \times (1 - s))$$

Legende
- β = Aktienbeta (Summe von business risk und financial risk)
- r_M = Rendite eines gut diversifizierten Aktienportefeuilles

* Volkart Rudolf, Unternehmensbewertung und Akquisitionen, 2. Aufl., Zürich 2002, S. 66 und 165.

Abbildung 9: Finanzierungsrisiko im Eigenkapitalkostensatz unter Berücksichtigung Steuerwirkung

$$k_{EK} = (RZR + R_I \times (1 + FK/EK)) \times (1 - s)$$

Legende			
	k_{EK}	=	Eigenkapitalkostensatz
	RZR	=	Risikofreie Zinsrate, bei Kapitalunternehmen nach Steuern
	R_I	=	allgemeines unternehmensspezifisches Risiko bzw. Geschäftsrisiko, auch Business Risk
	FK, EK	=	Eigenkapital, Fremdkapital bzw. Eigenfinanzierungsgrad, Fremdfinanzierungsgrad
	s	=	Steuersatz Gewinn- und Kapitalsteuern

Abbildung 10: Beispiel*

Die A-AG soll bewertet werden. Eine umfassende Analyse hat folgende zukunftsgerichteten, relevanten Daten ergeben: nichtverzinsliches Fremdkapital TFr. 400, verzinsliches Fremdkapital TFr. 600, Eigenkapital TFr. 600, EBI TFr. 96, Kapitalkostensatz verzinsliches Fremdkapital 4% und Eigenkapital 12%.

WACC mit und ohne Berücksichtigung des nichtverzinslichen Fremdkapitals

	WACC ohne FK0	WACC mit FK0
WACC		
nichtverzinsliches Fremdkapital		TCHF 400 mit 0%
verzinsliches Fremdkapital	TCHF 600 mit 4%	TCHF 600 mit 4%
Eigenkapital	TCHF 600 mit 12%	TCHF 600 mit 12%
WACC	8%	6%
Unternehmenswert		
brutto	TCHF 1200	TCHF 1600
verzinsliches Fremdkapital	–TCHF 600	–TCHF 600
nichtverzinsliches Fremdkapital	0	–TCHF 400
Unternehmenswert	TCHF 600	TCHF 600

* Angelehnt an Volkart Rudolf, Unternehmensbewertung und Akquisitionen, 2. Aufl., Zürich 2002, S. 170.

Abbildung 11: WACC mit Aussaldierung des nichtverzinslichen Fremdkapitals

Es ergibt sich aufgrund der Ausführungen für den Weighted Average Cost of Capital (WACC) folgende Formel:*

$$WACC = \frac{(k_{FK1} \times FK_1) + (k_{EK} \times EK)}{GK\text{-}FK_0}$$

Legende			
	FK_0	=	nichtverzinsliches Fremdkapital
	FK_1	=	verzinsliches Fremdkapital
	EK	=	Eigenkapital
	GK	=	Gesamtkapital
	k_{FK1}	=	Kapitalkostensatz verzinsliches Fremdkapital
	k_{EK}	=	Kapitalkostensatz Eigenkapital

* Helbling Carl, Unternehmensbewertung und Steuern, 9. Aufl., Düsseldorf 1998, S. 434; Knüsel Daniel, Die Anwendung der Discounted Cash Flow-Methode zur Unternehmensbewertung, Diss., Winterthur 1994, S. 199; Volkart Rudolf, Unternehmensbewertung und Akquisitionen, 2. Aufl., Zürich 2002, S. 149 ff.

Wie bereits oben dargelegt, ist die favorisierte Methode der Bestimmung des Betafaktors bzw. des Eigenkapitalkostensatzes bei kleinen und mittleren Unternehmen die Methode des Accounting bzw. Fundamental Betas.

Das Accounting bzw. Fundamental Beta basiert auf der Überlegung, dass aus den Finanzdaten von Unternehmen, beispielsweise den Jahresabschlüssen, auf das systematische Risiko dieser Unternehmen geschlossen werden kann, da ein funktionaler Zusammenhang zwischen diesen Finanzdaten und dem für diese Unternehmen zum Tragen kommenden Betafaktor angenommen wird, was im Besonderen für kleine und mittlere Unternehmen zutreffen dürfte.[100]

3.2.1 Herleitung Accounting bzw. Fundamental Beta

Die Herleitung von Accounting bzw. Fundamental Betas bis zum Eigenkapitalkostensatz des konkret zu bewertenden Unternehmens erfolgt in fünf Schritten, nämlich:

1. In einem ersten Schritt werden das konkret zu bewertende Unternehmen zur entsprechenden NOGA-Klasse zugeordnet und die relevanten Finanzdaten für die Berechnung des Betafaktors NOGA levered, $\beta_{levNOGA}$, namentlich ROE, Eigen- und Fremdfinanzierungsgrad und Gewinn- und Kapitalsteuerbelastung,[101] festgestellt.
2. Im zweiten Schritt erfolgt die Berechnung des Betafaktors NOGA levered basierend auf der Funktion des Eigenkapitalkostensatzes mittels Capital Asset Pricing Model, k_{EKNOGA}, nämlich $RZR \times (1 - s) + \beta \times (r_M - RZR \times (1 - s))$.
3. Im dritten Schritt wird der Betafaktor NOGA levered um das Verhältnis von Fremd- und Eigenkapital unlevered, sodass der Betafaktor NOGA unlevered, $\beta_{unlevNOGA}$, resultiert, mithin der Betafaktor nur mit Eigenkapital finanziert errechnet wird mittels der Funktion $\beta_{levNOGA}/(1 + (1 - s) \times FK/EK)$.
4. Im vierten Schritt wird der Betafaktor NOGA unlevered mit den Finanzdaten des konkret zu bewertenden Unternehmens, namentlich ROE, Eigen- und Fremdfinanzierungsgrad und Gewinn- und Kapitalsteuerbelastung, relevered, woraus sich der Betafaktor konkret relevered, $\beta_{relevkonkret}$, anhand der Funktion $\beta_{unlevNOGA}/(1/(1 + (1 - s) \times FK/EK))$ ergibt.
5. Im fünften und abschliessenden Schritt wird mit dem Betafaktor konkret relevered mittels der Funktion des Capital Asset Pricing Models, $RZR \times (1 - s) + \beta \times (rM - RZR \times (1 - s))$, der Eigenkapitalkostensatz für das konkret zu bewertende Unternehmen berechnet.

3.2.2 Beispiel zur Berechnung des Eigenkapitalkostensatzes mittels Accounting bzw. Fundamental Beta

Nachstehend wird anhand eines Beispiels, konkret der NOGA-Klasse 69 für Rechts- und Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung, der Eigenkapitalkostensatz für ein konkret zu bewertendes Kapitalunternehmen in den besagten fünf Schritten berechnet.

Die Grunddaten der NOGA 69 Rechts- und Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung sind für die Jahre 2012 bis 2016 und im Durchschnitt in Abbildung 12 dargestellt.

Aus den in Abbildung 12 aufgeführten Finanzdaten NOGA 69 Rechts- und Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung lässt sich das Accounting bzw. Fundamental Beta NOGA levered errechnen (vgl. Abbildung 13).

Das errechnete Accounting bzw. Fundamental Beta NOGA levered wird anhand von Eigen- und Fremdfinanzierungsgrad unlevered, womit sich das Accounting bzw. Fundamental Beta NOGA unlevered ergibt (vgl. Abbildung 14).

Das Accounting bzw. Fundamental Beta NOGA unlevered wird anhand der Finanzdaten des konkret zu bewertenden Unternehmens relevered, woraus sich die Accounting bzw. Fundamental Beta konkrete Unternehmensbewertung relevered ergibt. Bei den besagten Finanzdaten handelt es sich um die hier angenommenen Werte Gewinn-

Abbildung 12: Schritt 1: Relevante Finanzdaten NOGA 69 Rechts- und Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung

	2016	2015	2014	2013	2012	∅
	%	%	%	%	%	%
ROE Rentabilität EK	19,80%	15,20%	21,70%	20,90%	23,00%	20,12%
EF-Grad	32,00%	38,90%	39,40%	42,50%	40,60%	38,68%
FF-Grad	68,00%	61,10%	60,60%	57,50%	59,40%	61,32%

Abbildung 13: Schritt 2: Accounting bzw. Fundamental Beta NOGA levered

k_{EKNOGA}	=	$RZR \times (1 - s) + \beta \times (r_M - RZR \times (1 - s))$	=	20,12%
RZR	=	1,00%	=	Risikofreie Zinsrate
S	=	23,46%	=	Gewinnsteuersatz
$\beta_{levNOGA}$	=	3.73	=	Betafaktor NOGA levered
r_M	=	5,95%	=	Rendite gut diversifiziertes Aktienportefeuille
k_{EKNOGA}	=	20,12%	=	Eigenkapitalkosten NOGA
ROE_{NOGA}	=	20,12%	=	ROE NOGA

Abbildung 14: Schritt 3: Accounting bzw. Fundamental Beta NOGA unlevered

$\beta_{unlevNOGA}$	=	$\frac{\beta_{levNOGA}}{1 + (1 - s) \times FK / EK}$	= $\frac{3.73}{2.21}$ =	1.69
$\beta_{levNOGA}$	=	3.73	=	Betafaktor NOGA levered
S	=	23,46%	=	Gewinnsteuersatz
FK	=	61,32%	=	Fremdfinanzierungsgrad NOGA
EK	=	38,68%	=	Eigenfinanzierungsgrad NOGA
$\beta_{unlevNOGA}$	=	1.69	=	Betafaktor NOGA unlevered

Abbildung 15: Schritt 4: Accounting bzw. Fundamental Beta konkrete Unternehmensbewertung relevered

$\beta_{relevkonkret}$	=	$\frac{\beta_{unlevNOGA}}{1 / (1 + (1 - s) \times FK / EK)}$	= $\frac{1.69}{0.57}$ =	2.95
$\beta_{unlevNOGA}$	=	1.69	=	Betafaktor NOGA unlevered
S	=	25,00%	=	Gewinnsteuersatz
FK	=	50,00%	=	Fremdfinanzierungsgrad
EK	=	50,00%	=	Eigenfinanzierungsgrad
$\beta_{relevkonkret}$	=	2.95	=	Betafaktor konkret relevered

Abbildung 16: Schritt 5: Eigenkapitalkostensatz konkrete Unternehmensbewertung

$k_{EKkonkret}$	=	$RZR \times (1 - s) + \beta \times (r_M - RZR \times (1 - s))$	=	16,07%

steuersatz sowie Fremd- und Eigenfinanzierungsgrad (vgl. Abbildung 15).

Mit der Accounting bzw. Fundamental Beta konkreten Unternehmensbewertung relevered kann mittels der Funktion des Capital Asset Pricing Models nun die Eigenkapitalkostensatz konkrete Unternehmensbewertung berechnet werden (vgl. Abbildung 16).

3.3 WACC basierend auf Accounting bzw. Fundamental Beta

Parameter und Bestimmung des WACC sind bereits oben ausführlich dargelegt worden.[102, 103] Nachstehend folgt in Weiterführung des Beispiels oben unter Kapitel 3.2.2 die Berechnung des WACC (vgl. Abbildung 17).

Hierbei gilt das bereits Erläuterte, indem Finanzergebnisse, seien es Gewinn, Free Cashflow oder Finanzaufwand, nach Steuern mit einem entsprechenden Eigen- bzw. Fremdkapitalkostensatz nach Steuern zu kapitalisieren sind und umgekehrt solche vor Steuern mit einem Eigen- bzw. Fremdkapitalkostensatz vor Steuern.[104]

4. Fazit

Steuern beeinflussen in direkter Weise die Höhe der Kapitalkostensätze für die Unternehmensbewertung. Es besteht dabei der Grundsatz, dass Gleiches zu Gleichem und Ungleiches zu Ungleichem gehört, mithin zu kapitalisierende Ergebnisse, seien es Gewinne oder Cashflows, vor Steuern mit Kapitalkostensätzen vor Steuern und zu kapitalisierende Ergebnisse nach Steuern mit Kapitalkostensätzen nach Steuern kapitalisiert werden, wobei dies gleichermassen für das Eigen- als auch das Fremdkapital gilt.

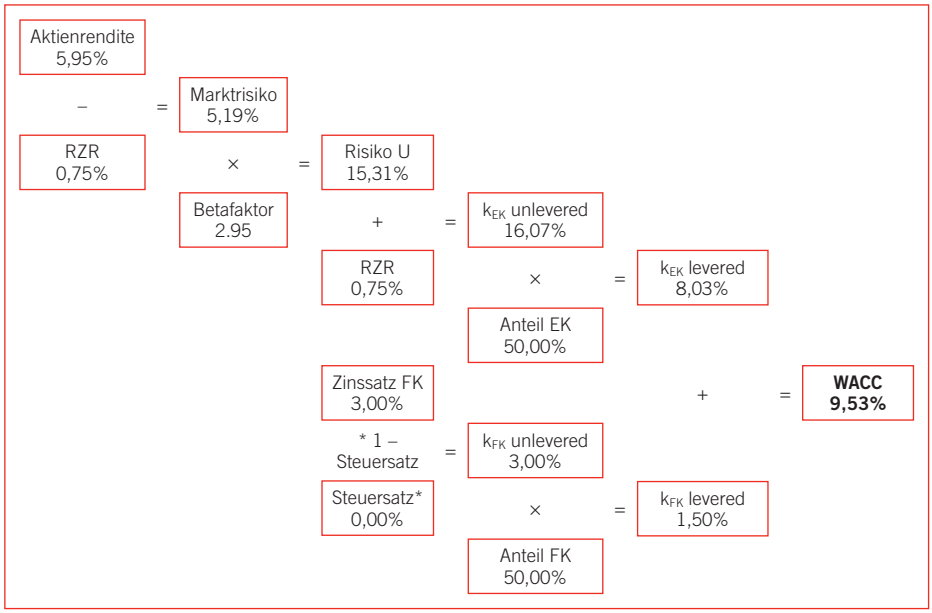
Das hier vorgestellte Verfahren der Ermittlung und Verwendung von Accounting bzw. Fundamental Betas auf der Grundlage von NOGA-Daten führt zu einer erhöhten Transparenz und Zuverlässigkeit der für die Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen eingesetzten Eigenkapitalkostensätze. Schätzungen des Business Risks erübrigen sich und die Datengrundlagen aus einer erheblichen Anzahl von relevanten Unternehmen stabilisieren die getroffenen Ergebnisse.

Wünschenswert ist, dass die Datengrundlage weiter ausgebaut wird, sinnvollerweise, indem die kantonalen Steuerbehörden, welche für jedes Unternehmen in der Schweiz über dessen Finanzdaten verfügen, diese in anonymisierter Form dem Bundesamt für Statistik zur Verfügung stellen. Da die kantonalen Steuerbehörden die Finanzdaten der Unternehmen ohnehin für die Steuerveranlagungen entsprechend aufarbeiten, dürfte eine Zurverfügungstellung keinen allzu grossen Mehraufwand mit sich bringen. Im Weiteren könnten im Gegenzug die aktuellen Erhebungen für die Buchhaltungsergebnisse schweizerischer Unternehmen vereinfacht werden. ■

Das Softwaretool für die Berechnung des Eigenkapitalkostensatzes kann unter **www.iteracf.ch/index.php/de/medien** heruntergeladen werden.

[1] S. dazu bereits Meier-Mazzucato Giorgio/Hüttche Tobias, Einige steuerliche und rechtliche Aspekte bei der Unternehmensbewertung, in: Unternehmer Forum Schweiz (Hrsg.), Jahrbuch 2018 Treuhand und Revision [Meier-Mazzucato/Hüttche, Unternehmensbewertung].

Abbildung 17: WACC-Baum



* S. zur Frage des Miteinbezugs des firmenspezifischen Gewinnsteuersatzes ausführlich Kapitel 3.1.1 Parameter des WACC.

[2] Bspw. Meier-Mazzucato/Hüttche, Unternehmensbewertung, S. 26ff.; Meier-Mazzucato Giorgio, Entgeltliche Unternehmensnachfolge von KMU mit Schwerpunkt steuerliche Aspekte, 2009 [Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge], S. 107ff.

[3] Die natürlichen Personen werden weder in DBG und StHG noch in StG AG und StG ZH definiert. Ihr Begriff basiert mithin auf der zivilrechtlichen Bestimmung der natürlichen Personen gemäss Art. 11 ZGB, wonach die Menschen natürliche Personen sind. S. dazu u.v. Richner Felix/Frei Walter/Kaufmann Stefan, Handkommentar zum DBG, Zürich 2003 [Richner/Frei/Kaufmann, Kommentar DBG], VB zu Art. 3–48 N 4. In Abgrenzung zum Begriff der natürlichen Personen als Menschen gemäss Art. 11 ZGB s. Art. 53 ZGB für die juristischen Personen, wonach diese aller Rechte und Pflichten fähig sind, die nicht die natürlichen Eigenschaften des Menschen zur notwendigen Voraussetzung haben.

[4] Juristische Personen sind gemäss Art. 49 Abs. 1 DBG und Art. 20 Abs. 1 StHG sowie § 5 Abs. 1 StG AG und § 54 Abs. 1 StG ZH die Kapitalgesellschaften (Aktiengesellschaften, Kommanditaktiengesellschaften, Gesellschaften mit beschränkter Haftung) und die Genossenschaften sowie die Vereine, die Stiftungen und die übrigen juristischen Personen.

[5] Kren Kostkiewicz Jolanta/Schwander Ivo/Wolf Stephan, Handkommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Zürich 2006 [Handkommentar ZGB 2006], Scherrer Urs, Art. 52 N 6. S. für die Aktiengesellschaft als Grundform der Kapitalunternehmen u.v.: Meier-Hayoz Arthur/Forstmoser Peter, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 10. Aufl., Bern 2007 [Meier-Hayoz/Forstmoser], § 3 N 1ff. und insbesondere § 16 N 28ff. sowie Simonek Madeleine, Steuerliche Probleme der Geschäftsnachfolge bei Ableben eines Personenunternehmers, Berner Beiträge zum Steuer- und Wirtschaftsrecht, Heft 8, Bern 1994 (Diss. Bern 1994), S. 8.

[6] S. für eine Normauswahl für den Begriff der juristischen Personen in den Steuergesetzen für die direkten Steuern im Bund und in den Kantonen Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, FN 368.

[7] Art. 1 Bst. b i.V.m. 57 DBG für die Gewinnsteuer der juristischen Personen beim Bund; § 1 lit. b i.V.m. §§ 67 und 82 StG AG sowie § 1 lit. b i.V.m. §§ 63 und 78 StG ZH für die Gewinn- und Kapitalsteuern der juristischen Personen in den Kantonen Aargau und Zürich.

[8] Zur Kontroverse der Gewinn- und Kapitalsteuern als betriebswirtschaftlicher Aufwand s. Boemle Max, Der Jahresabschluss. Bilanz, Erfolgsrechnung, Anhang, 4. Aufl., Zürich 2001 [Boemle], S. 228ff.; Gurtner Peter, Das Objekt der Gewinnsteuer, ASA 61 (1992/93), S. 355ff., S. 369; Locher Peter, Kommentar zum DBG, II. Teil, Art. 49–101 DBG, Therwil/Basel 2004 [Locher, DBG II], Art. 59 N 48.

[9] Art. 59 Abs. 1 Bst. a DBG und Art. 25 Abs. 1 Bst. a StHG sowie § 69 lit. a StG AG und § 65 Abs. 1 lit. a StG ZH. S. für die direkte Bundessteuer Locher, DBG II, Art. 59 N 48ff.; Richner/Frei/Kaufmann, Kommentar DBG, Art. 59 N 2ff.

[10] Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 3. Aufl., Zürich 2004 [Böckli], § 8 N 213f. und § 8 N 490ff. für die handels- und steuerrechtliche Betrachtung der Steuern der Kapitalgesellschaft; Boemle, S. 228ff. und Helbling Carl, Unternehmensbewertung und Steuern, 9. Aufl., Düsseldorf 1998 [Helbling, Unternehmensbewertung], S. 390ff. für die betriebswirtschaftliche Behandlung der Steuern in der Unternehmensbewertung; s. im Weiteren dazu Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) 2018, Ziff. 44ff.; Hüttche Tobias/Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU [Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU], S. 57ff.

[11] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 406ff.; Volkart Rudolf, Unternehmensbewertung und Akquisitionen, 2. Aufl., Zürich 2002 [Volkart, Unternehmensbewertung], S. 63 und 156f.

[12] S. dazu Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.5.

[13] S. dazu Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.8.6. und Abbildung 18.

[14] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 425f. mit anschaulichem Beispiel des Vergleichs der Kapitalkostensätze bei Kapital- und Personenunternehmen. S. auch Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.8.2., Abbildung 18 und Kapitel 8.10.6.1.

[15] S. dazu Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.5.

[16] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 155ff., insbesondere S. 157.

[17] Art. 58 Abs. 1 und 65 DBG und Art. 24 Abs. 1 StHG sowie § 68 Abs. 1 StG AG und § 64 Abs. 1 StG ZH. Höhn Ernst/Waldburger Robert, Steuerrecht, Band I, 9. Aufl., Bern 2001, § 18 N 13ff.; Klöti-Weber Marianne/Siegrist Dave/Weber Dieter, Kommentar zum Aargauer Steuergesetz, 2. Aufl., Muri/Bern 2004 [Klöti-Weber/Siegrist/Weber, Kommentar AG], Eisenring Peter, § 68 N 1ff.; Zweifel Martin/Athanas Peter (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Steuerrecht, Bd. I/1, Bundesgesetz über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden (StHG), 2. Aufl., Basel/Genf/München 2002 [Kommentar StHG], Kuhn Stephan/Brülisauer Peter, Art. 24 N 1ff.; Locher, DBG II, Art. 58 N 1ff.; Richner/Frei/Kaufmann, Kommentar DBG, Art. 58 N 1ff.; Richner Felix/Frei Walter/Kaufmann Stefan/Meuter Hans Ulrich, Kommentar zum harmonisierten Zürcher Steuergesetz, 2. Aufl., Zürich 2006 [Richner/Frei/Kaufmann/Meuter, Kommentar StG ZH], § 64 N 1ff.

[18] Art. 29 Bst. a und 29a StHG sowie § 83 StG AG und §§ 79 und 80 StG ZH. Klöti-Weber/Siegrist/Weber, Kommentar AG, Grieshammer Erwin R., § 83 N 1ff.; Kommentar StHG, Zwahlen Bernhard, Art. 29a N 1ff. Richner/Frei/Kaufmann/Meuter, Kommentar StG ZH, §§ 79 N 1ff. und 80 N 1ff.

[19] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 286ff. und 297ff.; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 79ff.

[20] Boemle, S. 175f.; Helbling, Unternehmensbewertung, S. 286.

[21] Boemle, S. 175.

[22] Art. 68 DBG und § 71 StG ZH. Bis zum 31. Dezember 2004 hatte auch der Kanton Zürich einen progressiven Gewinnsteuertarif.

[23] § 75 Abs. 1 StG AG.

[24] Formelmässig ausgedrückt heisst das, dass die Gewinnsteuer auf den unversteuerten stillen Reserven zum Gewinnsteuersatz für die unversteuerten stillen Reserven zuzüglich des ordentlichen Reingewinns des Jahres zu berechnen ist.

[25] Die stillen Reserven werden je nach Umschlagshäufigkeit bzw. Verbrauch der entsprechenden Bilanzposition aufgelöst, bspw. bei Vorräten in der Regel gleich in dem der Unternehmensbewertung folgenden Jahr und bei mobilen Sachanlagen im Verlauf ihrer Nutzung, spätestens jedoch am Ende ihrer Nutzungsdauer bzw. ihres Ausscheidens aus dem Betrieb.

[26] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 319ff.; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 81.

[27] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 319ff.

[28] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 319 und 321.

[29] S. dazu Helbling, Unternehmensbewertung, S. 321f., der bereits auf die Undifferenziertheit der Berechnung unter Verwendung des halben maximalen Gewinnsteuersatzes hingewiesen hat.

[30] S. dazu Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.7.2.

[31] Art. 50 DBG. BGer vom 13. Mai 2002 i.S. X. AG in Liquidation, ASA 72 (2003/04), 304, 308 = StE 2002 B 91.3 Nr. 3. Locher, DBG II, Art. 50 N 1ff.; Richner/Frei/Kaufmann, Kommentar DBG, Art. 50 N 1ff.

[32] Art. 20 Abs. 1 StHG sowie bspw. § 62 StG AG und § 55 StG ZH. BGer vom 29. April 1999, StE 1999 A 24.22 Nr. 3; BGE 54 I 301 E. 2 S. 308 (Steuerdomizil); BGE 50 I 103. Höhn Ernst/Mäusli Peter, Interkantonales Steuerrecht, 4. Aufl., Bern 2000, § 8 N 1ff.; Klöti-Weber/Siegrist/Weber, Kommentar AG, Athanas Peter/Giglio Giuseppe, § 62 N 1ff.; Kommentar StHG, Athanas Peter/Widmer Stefan, Art. 20 N 24ff.; Richner/Frei/Kaufmann/Meuter, Kommentar StG ZH, § 55 N 1ff.

[33] Das dualistische System wenden bspw. die Kantone St. Gallen und Aargau an. Art. 12 Abs. 1 und 4 i.V.m. 24 Abs. 1 StHG sowie bspw. §§ 67 und 68 Abs. 1 i.V.m. 95 StG AG. Kommentar StHG, Zwahlen Bernhard, Art. 12 N 3ff.

[34] Das monistische System wendet bspw. der Kanton Zürich an. Art. 12 Abs. 4 StHG sowie bspw. §§ 63 und 64 Abs. 3 i.V.m. 216 StG ZH. Richner/Frei/Kaufmann/Meuter, Kommentar StG ZH, VB zu §§ 216–226 N 1ff.

[35] § 64 Abs. 3 StG ZH. Richner/Frei/Kaufmann/Meuter, Kommentar StG ZH, § 64 N 206ff. m.H. auf § 18 N 141ff.

[36] Art. 12 Abs. 1 und 4 StHG sowie bspw. § 219 Abs. 1 StG ZH. Richner/Frei/Kaufmann/Meuter, Kommentar StG ZH, § 219 N 1ff.

[37] S. zur Rechtspersönlichkeit von Personenunternehmen die Ausführungen in Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 3 vorne.

[38] Art. 10 DBG; § 9 Abs. 1 StG AG; § 8 Abs. 1 StG ZH. BGE 69 I 193 E. 1 S. 196 (Sondervermögen); BGer vom 20. Dezember 1985, ASA 56 (1987/88), 132, 134; SRKE AG vom 29. September 1970, AGVE 1970, 329; Blumenstein Ernst/Locher Peter, System des Steuerrechts, 6. Aufl., Zürich 2002, S. 53f.; Klöti-Weber/Siegrist/Weber, Kommentar AG, Schorno Andreas/Ursprung Urs, § 9 N 10ff.; Richner/Frei/Kaufmann/Meuter, Kommentar StG ZH, § 8 N 12ff.

[39] Art. 552 Abs. 1 OR. BGE 84 II 381 (Vereinigung natürlicher Personen). Kren Kostkiewicz Jolanta/Bertschinger Urs/Breitschmid Peter/Schwander Ivo, Handkommentar zum Schweizerischen Obligationenrecht, Zürich 2002 [Handkommentar OR 2002], Casutt Andreas, Art. 552 N 5; Meier-Hayoz/Forstmoser, § 1 N 13.

[40] Art. 18 DBG. Locher Peter, Kommentar zum DBG, I. Teil, Art. 1–48 DBG, Therwil / Basel 2001 [Locher, DBG I], Art. 18 N 1ff.; Richner/Frei/Kaufmann, Kommentar DBG, Art. 18 N 1ff.

[41] Art. 7 Abs. 1 i.V.m. 8 Abs. 1 und Art. 14 Abs. 1 und 3 StHG sowie bspw. §§ 27 und 46 i.V.m. 48 StG AG und §§ 18 und 38 Abs. 1 i.V.m. 39 Abs. 2 StG ZH. Klöti-Weber/Siegrist/Weber, Kommentar AG, Altorfer Jürg/von Ah Julia, § 27 N 1ff. und Sramek Barbara, § 46 N 1ff.; Richner/Frei/Kaufmann/Meuter, Kommentar StG ZH, § 18 N 1ff. und § 38 N 1ff.

[42] Art. 57f. DBG. Locher, DBG II, Art. 57 N 1ff.; Richner/Frei/Kaufmann, Kommentar DBG, Art. 57 N 1f.

[43] Art. 24 Abs. 1 und 29 StHG sowie bspw. §§ 67f. und 82f. StG AG und §§ 63f. und 78f. StG ZH. Klöti-Weber/Siegrist/Weber, Kommentar AG, Eisenring Peter, § 67 N 1ff. und Grieshammer Erwin, § 82 N 1ff.; Richner/Frei/Kaufmann/Meuter, Kommentar StG ZH, § 63 N 1f. und § 78 N 1ff.

[44] Art. 34 Bst. e DBG sowie Art. 9 Abs. 4 i.V.m. 9 Abs. 1 bis 3 StHG und § 41 lit. e StG AG und § 33 lit. e StG ZH. Klöti-Weber/Siegrist/Weber, Kommentar AG, Aeschbach Daniel, § 41 N 67ff.; Locher, DBG I, Art. 34 N 29ff.; Richner/Frei/Kaufmann, Kommentar DBG, Art. 34 N 94ff.; Richner/Frei/Kaufmann/Meuter, Kommentar StG ZH, § 33 N 65ff.

[45] Böckli, § 8 N 213f. und § 8 N 490ff. für die Steuern der Kapitalgesellschaft.

[46] Dieses Problem der unterschiedlichen steuerlichen Behandlung ist im Bericht der Expertenkommission rechtsformneutrale Unternehmensbesteuerung (ERU), Bern 2001, ausführlich behandelt worden. S. insbesondere die Empfehlungen der ERU, S. 60ff. als Zusammenfassung ihres Berichts.

[47] Die steuerliche Entlastung der Dividenden basiert auf der Unternehmenssteuerreform II und entsprechenden, indessen fakultativen Anpassungen der kantonalen Gesetzgebungen. S. dazu Art. 20 Abs. 1bis DBG und Art. 7 Abs. 1 zweiter Satz StHG UStRG II; § 45a StG AG, § 35 Abs. 4 StG ZH.

[48] S. zur reduzierten Dividendenbesteuerung die beiden neuen KS Nr. 22 Teilbesteuerung Einkünfte aus Beteiligungen im Privatvermögen vom 16. Dezember 2008 und KS Nr. 23 Teilbesteuerung Einkünfte aus Beteiligungen im Geschäftsvermögen vom 17. Dezember 2008.

[49] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 408f. Vorteile des Kapitalunternehmens gegenüber dem Personenunternehmen im Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung und Unternehmensnachfolge bei KMU können bspw. die beschränkte Haftung, eine leichtere Übertragbarkeit der Anteile, die Möglichkeit der Aufteilung des Gewinns vor Salär in bestimmten Bandbreiten in Salär und Gewinn und die bedingte Steuerfreiheit des Kapitalgewinns aus der Veräusserung der Anteile sein.

[50] Zum bekannten Problem der rechtsformabhängigen Besteuerung der Unternehmen s. insbesondere den Bericht der Expertenkommission rechtsformneutrale Unternehmensbesteuerung (ERU), Bern 2001.

[51] S. Abbildung 4. S. dazu auch Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.8.1. Kapitalunternehmen.

[52] S. zum theoretisch richtigen Unternehmenswert Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.5.

[53] Die direkten Steuern auf Ebene Unternehmen und Beteiligte umfassen primär die Gewinn- und Kapitalsteuern sowie die Einkommenssteuern. Zu berücksichtigen ist aber auch die Verrechnungssteuer, welche insbesondere im internationalen Verhältnis zwischen Kapitalgesellschaft und Beteiligten und je nach Doppelbesteuerungsabkommen zu einer mehr oder weniger hohen definitiven Belastung führt.

[54] S. zu diesem Thema ausführlich und umfassend dargestellt Helbling, Unternehmensbewertung, S. 445 ff., S. 474 ff. und insbesondere S. 481, der zum Schluss kommt, «… dass grundsätzlich die Einkommenssteuer des Investors zu berücksichtigen ist. Investitionsentscheide ohne Berücksichtigung der Einkommenssteuer können sich als falsch erweisen».

[55] S. dazu im Detail Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 17 mit Unterkapiteln.

[56] S. zu den verschiedenen Möglichkeiten einer rechtsformneutralen Besteuerung den Bericht der Expertenkommission rechtsformneutrale Unternehmensbesteuerung (ERU), Bern 2001, insbesondere S. 60 ff. mit den Empfehlungen der ERU.

[57] Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) 2018, Ziff. 102.

[58] Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) 2018, Ziff. 103.

[59] Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 108 m.w.H.

[60] Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 108 f. m.w.H.

[61] Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 109 m.w.H.

[62] Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) 2018, Ziff. 112 ff.; Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 127 ff.; Helbling, Unternehmensbewertung, S. 431 ff.; Hoke, Michaela, Unternehmensbewertung auf Basis EVA: Erfahrungen bei der Implementierung eines EVA-basierten Bewertungsmodells, in: Der Schweizer Treuhänder 9/2002, S. 765–770, S. 765; Knüsel Daniel, Die Anwendung der Discounted Cash Flow-Methode zur Unternehmensbewertung, Diss., Winterthur 1994 [Knüsel], S. 199 ff.; Volkart Rudolf, Wertorientierte Steuerpolitk, 2. Aufl., Zürich 2006 [Volkart, Steuerpolitik], S. 38 f.; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 147 ff., insbesondere S. 149.

[63] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 434 f.; Knüsel, S. 199; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 149 f.

[64] Bei Anwendung der reinen Ertragswertmethode wird oft, wie hier erwähnt, mit einer durchschnittlichen Kapitalstruktur gerechnet. Selbstredend kann die reine Ertragswertmethode, analog DCF- und EVA-Methode, mit zu Beginn jährlich-individuellen und anschliessend durchschnittlichen Plankapitalstrukturen rechnen, was transparenter und tendenziell präziser ist.

[65] Boemle Max/Stolz Carsten, Unternehmensfinanzierung, 14. Aufl., Zürich 2010 [Boemle/Stolz], S. 692; Helbling, Unternehmensbewertung, S. 432, der die Bestimmung der zukünftigen Kapitalverhältnisse im Ermessen des Bewerters sieht. Die zukünftigen Kapitalstrukturen sollten hingegen nicht eine Ermessensfrage des Bewerters sein, sondern sich aus der gegenseitigen Abhängigkeit des zukünftigen Fremd- und Eigenkapitals zu den zukünftigen Gewinnen bzw. Cashflows ergeben und sind damit aus den entsprechenden Planungsrechnungen herzuleiten. Knüsel, S. 200, der auf diese gegenseitige Abhängigkeit hinweist und deshalb ein iteratives Verfahren zur Bestimmung des Gewichtungsverhältnisses vorschlägt. Volkart, Steuerpolitik, S. 116; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 150 und insbesondere S. 164 ff.

[66] Boemle/Stolz, S. 692; Helbling, Unternehmensbewertung, S. 433; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 165.

[67] Zur «goldenen Finanzierungs- bzw. Bilanzregel» s. Boemle/Stolz, S. 147, wonach der Deckungsgrad des gebundenen Vermögens mit langfristigem Kapital mindestens 100% betragen muss.

[68] S. bspw. Art. 27 Abs. 2 Bst. d und 58 Abs. 1 DBG, Art. 10 Abs. 1 Bst. e und 24 Abs. 1 StHG, §§ 36 Abs. 2 lit. f und 68 Abs. 1 StG AG, §§ 27 Abs. 2 lit. e und 64 Abs. 1 StG ZH. S. u.v. Locher, DBG I, Art. 27 N 68 ff.; Richner/Frei/Kaufmann, Kommentar DBG, Art. 27 N 30 ff.

[69] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 433 und Knüsel, S. 203, die beide die erste Methode mit dem steueradjustierten Fremdkapitalkostensatz nennen. Volkart, Steuerpolitik, S. 53 ff.; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 63 und 151; s. im Weiteren dazu Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) 2018, Ziff. 111; Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 124 ff.

[70] Dieser Variante ist der Vorzug zu geben, da sie einerseits auf der tatsächlichen Gewinnsteuerberechnung basiert und anderseits auch bei Personenunternehmen zu richtigen Resultaten führt, bei denen die Einkommenssteuern nicht steuerlich abzugsfähigen Aufwand darstellen, die aber gleichwohl die Fremdkapitalkosten vom einkommenssteuerbaren Gewinn abziehen können. Volkart, Steuerpolitik, S. 53 ff., der diese Variante unter dem Titel «Ermittlung der exakten Gewinnsteuern» aufführt und von einem WACC ohne Steueradjustierung spricht.

[71] S. dazu die folgenden Berechnungen, die auf dieser zweiten Methode basieren.

[72] S. dazu sogleich in Kapitel 3.1.3 Bestimmung des WACC.

[73] Boemle/Stolz, S. 55 und insbesondere S. 92; Helbling, Unternehmensbewertung, S. 433; Knüsel, S. 204; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 154.

[74] Knüsel, S. 208, der darstellt, dass langfristige Zinssätze die Inflationserwartungen besser berücksichtigten als kurzfristige und deshalb für den risikofreien Kapitalzinssatz die Rendite der Bundesobligationen derjenigen kurzfristiger Geldmarktinstrumente des Bundes vorzieht. Helbling, Unternehmensbewertung, S. 433; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 154; s. im Weiteren dazu Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) 2018, Ziff. 105; Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 109 ff.

[75] Zur Zukunftsbezogenheit der Unternehmensbewertung s. u.v. Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.6. m.w.H.

[76] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 425 f. mit anschaulichem Beispiel des Vergleichs der Kapitalkostensätze bei Kapital- und Personenunternehmen. S. auch Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, Kapitel 8.8.1. und 8.8.2. sowie Abbildung 18.

[77] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 433 f. und insbesondere S. 442; Knüsel, S. 204 f.; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 66.

[78] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 428 ff., 433 f. und 442. Der Abzug für Geldentwertungsschutz basiert auf der Überlegung, dass insbesondere Sachwerte eine inflations- und konjunkturbedingte Wertsteigerung erfahren können, wie börsenkotierte Wertpapiere und Immobilien. Dabei ist, analog der Zeitspanne für die übrigen Prognosedeterminanten, der langfristige Verlauf dieser Werte zu berücksichtigen.

[79] Das Risikozuschlagsmodell wird auch als Risikokomponentenansatz bezeichnet. S. dazu Knüsel, S. 204 f.

[80] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 433 f. und insbesondere S. 442, der detaillierte Gruppen von Risiken und die entsprechenden Zu- und Abschläge bezeichnet; Knüsel, S. 205, der als Risikozuschläge die erschwerte Verkäuflichkeit und das erhöhte Risiko als Summe aus Geschäfts- und Finanzierungsrisiko nennt; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 66, der nebst dem Immobilitätszuschlag beispielhaft Branche und Gesellschaft aufführt.

[81] Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 107 ff.; Knüsel, S. 205; Viel Jakob/Bredt Otto/Renard Maurice, Die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen, 5. Aufl., Zürich 1975, S. 121.

[82] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 431 ff.; Knüsel, S. 206 ff.; Volkart Rudolf, Finanzmanagement (Bd.1), 7. Aufl. Zürich 1998, S. 259 ff.; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 66, 70 f. und 165.

[83] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 435; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 150; s. im Weiteren dazu Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) 2018, Ziff. 107; Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 110 ff.

[84] Wertkategorien können bspw. einzelne Unternehmen oder ganze Branchen sein. Im ersten Fall handelt es sich um Unternehmensbetas und im zweiten Fall um Branchenbetas.

[85] Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 107 ff., insbesondere S. 109 ff.

[86] Knüsel, S. 210 f.; Volkart, Unternehmensbewertung, S. 171, der empfiehlt, «… überall dort, wo Beta-Werte zur Abschätzung der Risikoprämie nicht direkt zugänglich sind, … auf sogenannte Vergleichs-Betas …» auszuweichen. S. im Weiteren dazu Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) 2018, Ziff. 108; Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 110 ff.; zum Fundamentalbeta Ziemer Franziska, Der Betafaktor, Diss. 2015 [Ziemer], S. 300 ff.

[87] Helbling, Unternehmensbewertung, S. 422 ff., der die einzelnen Risikozu- und -abschläge, u.a. auch den Zuschlag für erschwerte Verkäuflichkeit, detailliert darstellt. Knüsel, S. 207 f., der darauf hinweist, dass der Betafaktor aus praktischen Gründen nur für börsenkotierte Unternehmen ermittelt werden kann, und deshalb darin nicht enthaltene typische Risiken der kleinen und mittleren Unternehmen separat erfasst werden müssen.

[88] Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) 2018, Ziff. 102 ff.; Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 107 ff.

[89] S. dazu den Weblink https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/industrie-dienstleistungen/wertschoepfungsstatistik.html.

[90] Das Stichprobenverwaltungssystem für Unternehmenserhebungen ermöglicht die Koordination zwischen Stichproben der Wertschöpfungsstatistik verschiedener Jahre wie auch die Koordination mit anderen Unternehmenserhebungen. Das Ziel ist, die Erhebungsteilnahmen zwischen den betroffenen Unternehmen möglichst gleichmässig zu verteilen.

[91] Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) 2018, Ziff. 102 ff.; s. dazu ausführlich Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 107 ff.

[92] Volkart, Unternehmensbewertung, S. 155 f. Es ist evident, dass das Risiko der Eigenkapitalgeber höher ist, sobald das Unternehmen nicht nur eigenfinanziert ist, sondern auch Fremdkapital verwendet.

[93] S. dazu Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, FN 490.

[94] Volkart, Unternehmensbewertung, S. 155.

[95] S. zur einkommens- und gewinnsteuermindernden Wirkung der Fremdkapitalkosten FN 63.

[96] Volkart, Unternehmensbewertung, S. 150 FN 2 und insbesondere S. 156 f.

[97] S. dazu Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) 2018, Ziff. 112 ff.; Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 127 ff.

[98] Volkart, Unternehmensbewertung, S. 169 f.

[99] S. dazu die obigen Ausführungen und Kriterien, die für das Capital Asset Pricing Model sprechen. S. ausführlich Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 109 ff.

[100] Ziemer, S. 300. Dies bestätigen auch Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 108 f.

[101] Bei der Gewinn- und Kapitalsteuerbelastung ergibt es aufgrund der gesamtschweizerischen Verteilung der der NOGA zugrunde liegenden Unternehmen Sinn, auf einen durchschnittlichen gesamtschweizerischen Gewinn- und Kapitalsteuersatz abzustellen. S. dazu die Webseite der Eidg. Steuerverwaltung ESTV https://www.estv.admin.ch/estv/de/home/allgemein/steuerstatistiken/fachinformationen/steuerbelastungen/steuerbelastung.html.

[102] S. dazu oben Kapitel 3.1.1 Parameter des WACC und Kapitel 3.1.3 Bestimmung des WACC.

[103] S. zum WACC Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) 2018, Ziff. 102 ff.; Hüttche/Meier-Mazzucato, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018, S. 107 ff.

[104] S. dazu die Ausführungen oben in Kapitel 3.1.1 Parameter des WACC.