

**Die Schweizerische Steuerkonferenz (SSK) hat eine Neuauflage der Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer veröffentlicht. Die wichtigsten Änderungen betreffen die Einführung alternativer Modelle zur Berechnung des Ertragswertes sowie die Erfassung des Unternehmensrisikos im Kapitalisierungszinssatz. Verschiedene steuerliche sowie bewertungstechnische Fragestellungen werden analysiert.**

---

MARCEL WIDRIG

THOMAS SCHNELLER

---

STEFAN WIGGER

# BEWERTUNG VON WERTPAPIEREN OHNE KURSWERT

## Bewertungstechnische und steuerliche Analyse der überarbeiteten Wegleitung der SSK\*

### 1. EINLEITUNG

In der Schweiz ist für die Bewertung inländischer sowie ausländischer Wertpapiere zu Vermögenssteuerzwecken grundsätzlich auf den Verkehrswert abzustellen [1]. Bei Wertpapieren, die nicht an einer Börse gehandelt werden und entsprechend über keinen Kurswert verfügen, ist deren Verkehrswert nach den Bewertungsregeln der SSK zu ermitteln [2].

Bereits im Jahre 1934 wurde im Rahmen des Bundesratsbeschlusses über die eidgenössische Krisenabgabe eine erste Wegleitung für die Bewertung nichtkotierter Aktien für die Vermögenssteuer (Wegleitung) erlassen. Im Laufe der Jahre wurde diese Wegleitung fortlaufend verfeinert und den betriebswirtschaftlichen Gegebenheiten angepasst. So wurde die auf einer reinen Substanzbewertung basierende Wegleitung 1971 auf Grund der Weltwirtschaftskrise in den 70er Jahren völlig überarbeitet [3].

Die überarbeitete Wegleitung erschien 1977 und schrieb die sogenannte Praktikermethode als neue Bewertungsmethode vor. 1982 wurde die Wegleitung revidiert, 1995 im Rahmen einer Neuauflage überarbeitet und 2006 geringfügig angepasst. Die Bewertungsmethode blieb in ihren Grundzügen allerdings immer dieselbe [4]. Am 28. August 2008 hat die SSK eine Neuauflage der Wegleitung als Kreisschreiben Nr. 28 veröffentlicht.

### 2. NEUAUFLAGE DER WEGLEITUNG

#### 2.1 Grundkonzept

**2.1.1 Vorgesehene Regelung.** Die Wegleitung der SSK bezweckt für die Vermögenssteuer in der Schweiz eine einheitliche Bewertung inländischer und ausländischer Wertpapiere ohne

Kurswert. Dabei wird der Unternehmenswert bei Handels-, Industrie- und Dienstleistungsgesellschaften sowie bei Domizil- und gemischten Gesellschaften nach der Praktikermethode ermittelt, wobei der Unternehmenswert aus dem Mittel aus Substanzwert und doppelt gewichtetem Ertragswert der Gesellschaft abgeleitet wird [5].

Mit der angepassten Wegleitung stehen neu zwei Modelle für die Bestimmung des Ertragswertes zur Verfügung (siehe 3.1.1), und der relevante Kapitalisierungszinssatz wurde überarbeitet (siehe 3.2.1). Bei reinen Holding-, Vermögensverwaltungs- und Finanzierungs- sowie Immobiliengesellschaften gilt nach wie vor der Substanzwert als Unternehmenswert.

**2.1.2 Bewertungstechnische Beurteilung.** Grundsätzlich hat sich in der Praxis für Unternehmensbewertungen in der Schweiz bei Banken, den grossen Revisionsgesellschaften und spezialisierten Bewertungsunternehmen der *Discounted Cashflow* (DCF-)Ansatz durchgesetzt. Hierbei wird somit auch der Theorie Folge geleistet, in welcher der DCF-Ansatz als «zentrales Bewertungsprinzip der Corporate Finance» und als «fundamentaler Bewertungsansatz» gesehen sowie zur Anwendung für die Bewertung von Unternehmen empfohlen wird [6]. Bei diesem Verfahren wird ein Unternehmenswert beziehungsweise Eigenkapitalwert auf Basis der zukünftig zu erwartenden freien Cashflows ermittelt, wobei diese mit Hilfe der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten auf den Gegenwartswert diskontiert werden. Neben der DCF-Methode werden in der Bewertungspraxis aber häufig auch weitere Verfahren, wie beispielsweise der Multiplikatoren-



MARCEL WIDRIG,  
DR. IUR. HSG, PARTNER,  
LEITER PRIVATE CLIENTS  
SCHWEIZ, TAX AND  
LEGAL SERVICES,  
PRICEWATERHOUSE-  
COOPERS AG, ZÜRICH



THOMAS SCHNELLER,  
LIC. OEC. PUBL., CFA,  
SENIOR MANAGER,  
ADVISORY, PRICEWATER-  
HOUSECOOPERS AG,  
ZÜRICH

ansatz sowie die Substanzwert- und die Ertragswertmethode verwendet.

Bei Bewertungen für betriebswirtschaftliche Zwecke wird von einer Anwendung der Praktikermethode eher abgeraten. Volkart argumentiert beispielsweise, dass durch die Mittel-

*«Gerichte sind nicht an Kreisschreiben gebunden, berücksichtigen diese jedoch üblicherweise bei der Entscheidungsfindung.»*

wertbildung «unter Umständen wichtige Grundinformationen «eingeebnet» werden» und gerade «die Diskrepanz zwischen Ertrags- und Substanzwert die wichtigsten Informationen enthält» [7]. Helbling schreibt gar:

«Theoretisch, und darin sind sich seit Jahren alle einig, ist die Anwendung von Kombinationsmethoden zwischen Substanz- und Ertragswert unhaltbar».

Für steuerliche Zwecke kann die Anwendung der Praktikermethode durchaus sinnvoll sein, ist diese doch im Vergleich zum DCF-Ansatz in der Regel deutlich einfacher handhabbar, was bei der diesbezüglichen Methodenwahl auch eine der wichtigsten Voraussetzungen war [8]. Weiter beruht die Praktikermethode primär auf vergangenheitsorientierten Finanzzahlen, wodurch sich vergleichsweise geringe Ermessensspielräume bieten. Dadurch ist dieser Bewertungsansatz weitestgehend unempfindlich gegenüber Manipulationsversuchen und subjektiven Einschätzungen über zukünftige Entwicklungen.

**2.2 Rechtliche Stellung.** Im Zusammenhang mit der Veröffentlichung der überarbeiteten Wegleitung als Kreisschreiben stellt sich die Frage nach der rechtlichen Stellung solcher Kreisschreiben. Den Kreisschreiben kommt rechtlich die Stellung von Verwaltungsverordnungen zu. Verwaltungsverordnungen ihrerseits sind Instrumente, um gesetzliche Vorgaben zu konkretisieren und einen voraussehbaren Vollzug des Gesetzes zu gewährleisten. Sie richten sich in der Regel an untergeordnete Behörden (etwa kantonale Steuerbehörden) und statuieren nicht direkt Rechte und Pflichten für den einzelnen Steuerpflichtigen [9]. Bezüglich der rechtlichen Verbindlichkeit von Kreisschreiben als Verwaltungsverordnungen gilt, dass diese für die eigentlichen Adressaten ver-

bindlich sind, sofern sie nicht klarerweise verfassungs- oder gesetzeswidrig sind. Gerichte hingegen sind nicht an Kreisschreiben gebunden, berücksichtigen diese jedoch üblicherweise bei der Entscheidungsfindung, insofern sie eine dem Einzelfall gerecht werdende Auslegung der anwendbaren gesetzlichen Bestimmungen zulassen [10].

### 3. EINZELNE ELEMENTE

#### 3.1 Ertragswert

**3.1.1 Vorgesehene Regelung.** Grundlage für die Bestimmung des Ertragswertes bilden die von der Generalversammlung genehmigten Jahresrechnungen. Dabei wurden nach bisheriger Praxis die zwei letzten vor dem massgebenden Bewertungsstichtag abgeschlossenen Jahresrechnungen berücksichtigt. Die frühere Expertenkommission, welche 1975 ein Gutachten über die Wegleitung 1971 herausgegeben hatte, war der Ansicht, dass die Berücksichtigung eines einzelnen Geschäftsjahres mit zu grossen Unsicherheiten verbunden ist, kann doch der massgebende Gewinn eines einzelnen Geschäftsjahres überdurchschnittlich hoch oder tief ausfallen [11].

Damit die für die Ertragswertberechnung zugrundeliegenden Gewinne repräsentativ sind, wird der Reingewinn um einmalige und ausserordentliche Erträge und Aufwendungen bereinigt. Zusätzlich kommt der Gedanke der Repräsentanz auch darin zum Ausdruck, dass nach bisheriger Praxis der Gewinn der unmittelbar vor dem Bewertungsstichtag liegenden Periode doppelt gewichtet wird. Dabei soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass sich Betriebsergebnisse von Jahr zu Jahr rasch ändern können und häufig im folgenden Jahr nicht mehr repräsentativ sind [12].

Die angepasste Wegleitung bietet neu neben der beschriebenen Berechnung des Ertragswertes ein weiteres Berechnungsmodell an. Bei diesem zusätzlichen Modell dienen die letzten drei Jahresrechnungen als Basis, wobei die korrigierten Gewinne aller drei Geschäftsjahre einfach gewichtet werden. Dieses Modell birgt den Vorteil, dass damit die Volatilität der Ergebnisse verstärkt geglättet wird. Bei steigenden Gewinnen in den Vorperioden führt diese Methode in der Tendenz zu einem gesunkenen und bei Gewinneinbruch oder Verlusten zu einem erhöhten Verkehrswert [13].

Unter den Kantonen, welche ein bestimmtes Modell als kantonales Standard festlegen müssen, besteht diesbezüglich Uneinigkeit. Eine Umfrage unter den Kantonen hat zum Ergebnis geführt, dass sich die Mehrheit für das erste und somit bisherige Modell entschieden hat.

Abbildung 1 liefert einen Überblick darüber, welche Kantone welches Modell als Standard gewählt haben [14].

**3.1.2 Bewertungstechnische Beurteilung.** Solche einfachen Ertragswertherleitungen sind gerade im deutschsprachigen Raum weit verbreitet, wobei fundierte DCF-Analysen aus theoretischer Sicht für die Bewertung von Unternehmen grundsätzlich vorzuziehen sind. Ertragswert-Verfahren können jedoch auch zur Plausibilitätsbeurteilung der mittels DCF-Methode ermittelten Werte herangezogen werden [15]. Im Hinblick auf die im Rahmen der Ermittlung des nachhaltigen Reingewinns durchzuführenden Bereinigungen der Jahresrechnungen lässt sich festhalten, dass insbesondere



STEFAN WIGGER,  
LIC. IUR., SENIOR  
CONSULTANT, TAX AND  
LEGAL SERVICES,  
PRICEWATERHOUSE-  
COOPERS AG,  
ZÜRICH

Abbildung 1: **MODELLWAHL DER KANTONE**

<p><b>Modell 1</b>  <math display="block">\frac{2x(n) + (n-1)}{3}</math>                 n = letztes Geschäftsjahr.                  Reingewinn der letzten beiden Geschäftsjahre, wobei derjenige des aktuelleren Geschäftsjahres doppelt gewichtet wird.</p>	<p><b>Standardmodell folgender Kantone:</b>                  AG, AI, AR, BE, BL, BS, FR, GL, GR, JU, LU, NW, SH, SO, SZ, TI, UR, VS, ZH</p>
<p><b>Modell 2</b>  <math display="block">\frac{(n) + (n-1) + (n-2)}{3}</math>                 n = letztes Geschäftsjahr.                  Reingewinn der letzten drei Geschäftsjahre wird je einfach gewichtet.</p>	<p><b>Standardmodell folgender Kantone:</b>                  GE, NE, OW, SG, TG, VD, ZG</p>

die steuerlich anerkannte Bildung und Auflösung von stillen Reserven nicht korrigiert wird, was aus betriebswirtschaftlicher Perspektive wünschenswert wäre.

Hinsichtlich der in Abbildung 1 dargestellten Modelle kann aus betriebswirtschaftlicher Sicht keines als das Richtige beurteilt werden. Der Ansatz eines Ertragswertes auf Basis historischer Gewinnzahlen wird immer ein Hilfskonstrukt zur Abbildung der gegenwärtigen Situation beziehungsweise der Erwartungen über die Zukunft eines Unternehmens sein [16]. Somit wird es vom Einzelfall abhängen, ob eine stärkere Gewichtung der jüngeren Vergangenheit oder eine Glättung der Gewinnvolatilität über drei Jahre diesem Kriterium besser Rechnung trägt. Es ist ebenfalls klar, dass bei der Wahl der Methode vom Steuerpflichtigen in der Praxis vor allem die Minimierung der daraus resultierenden Steuerbelastung im Zentrum stehen wird.

**3.2 Kapitalisierungszinssatz**

**3.2.1 Vorgesehene Regelung.** Die bisherige Berechnung des zur Herleitung des Ertragswertes benötigten Kapitalisierungszinssatzes beruhte auf der um einen Prozentpunkt erhöhten Durchschnittsrendite auf dem Verfall von Schweizer Industrie- oder Bankanleihen (6% für 2007)[17]. Zusätzlich wurde das Unternehmerrisiko mit einem Risikoabschlag von 30% auf dem durchschnittlich ermittelten Reingewinn berücksichtigt.

Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich neu aus einem Zins für risikolose Anlagen (durchschnittlicher, auf Quartalsbasis berechneter Fünf-Jahres-Swapsatz für Schweizer Franken oder für die jeweilige Landeswährung) und einer festen Risikoprämie von 7% zusammen. Mit dieser Formel wurde die frühere Berechnung ersetzt.

**3.2.2 Bewertungstechnische Beurteilung.** Die Risikoprämie des Diskontierungszinssatzes widerspiegelt neben Faktoren, die ein erhöhtes Risiko begründen wie etwa Konkurrenzverhältnisse, Gewinnschwankungen oder Umwelteinflüsse, auch einen Zuschlag für die erschwerte Verkäuflichkeit nicht-kotierter Wertpapiere [18]. In der Praxis wird dieser Risikozuschlag auf zwei Arten bestimmt: Beim einfachen Risikokomponenten-Ansatz wird von einem risikolosen Zinssatz ausgegangen, zu welchem dann subjektiv geschätzte Risiko-

zuschläge für die obengenannten Faktoren addiert werden. In der wissenschaftlicheren Praxis hat sich das Capital-Asset-Pricing-Modell zur Bestimmung des risikoadäquaten Diskontierungssatzes durchgesetzt. Dabei wird der Aktionär für sein Risiko in folgender Weise entschädigt: Zum risikolosen Zinssatz wird das Produkt aus einer Marktrisikoprämie und dem unternehmensspezifischen Risikofaktor (Beta-Wert) addiert [19].

Die überarbeitete Wegleitung richtet sich demzufolge in vereinfachter Form nach der gängigen Theorie und Praxis, wobei jedoch den spezifischen Besonderheiten des einzelnen Unternehmens keine Rechnung getragen werden kann. Zudem ist unklar, wie sich die in der Wegleitung angegebene Prämie von 7% auf die verschiedenen Risikofaktoren verteilt. Der aktuell resultierende Kapitalisierungszinssatz von 10,5% (3,5% plus 7%) führt, wie im Beispiel in Abbildung 2 aufgezeigt, im Vergleich mit der alten Praxis zu einem knapp 20% tieferen Ertragswert.

Abbildung 2: **ALTE UND NEUE PRAXIS**

	Alt	Neu
Bereinigter Gewinn	100	100
Abschlag	30%	0%
Kapitalisierungssatz	6,0%	10,5%
Ertragswert	1167	952
Abweichung		-18,4%

**3.3 Substanzwert**

**3.3.1 Vorgesehene Regelung.** Die neue Wegleitung sieht keine Änderungen bei der Berechnung des Substanzwertes vor. Grundlage für die Bestimmung des Substanzwertes ist die Jahresrechnung. Steuerlich akzeptierte stille Reserven werden weitestgehend nicht aufgerechnet. Einzig bei den Finanzanlagen sind anstelle der Buchwerte abweichende Verkehrswerte einzusetzen.

**3.3.2 Bewertungstechnische Beurteilung.** Wie die Ertragswert-Verfahren können auch Substanzwerte zur Überprüfung der

Plausibilität von DCF-Werten verwendet werden und spielen gemäss Volkart bei Unternehmensbewertungen insofern eine nicht zu unterschätzende Rolle, als in jedem Fall ein Bild der vorhandenen Vermögensteile gewonnen werden muss [20]. Kein Bewertungsverfahren stellt jedoch allein auf den Substanzwert ab [21].

Das Substanzwertverfahren ist ein bestandesorientierter Ansatz und basiert auf bereinigten Bilanzzahlen. Als Basis für die Substanzwertberechnung dient die Jahresrechnung des letzten Geschäftsjahres. Der Substanzwert setzt sich dabei aus dem betriebsnotwendigen Vermögen sowie dem Zusatzvermögen (stille Reserven) abzüglich des Fremdkapitals zusammen. Die Bilanzpositionen werden hierbei zu Fortführungswerten bewertet, sind mit anderen Worten nicht für Anschaffungs- oder Herstellkosten, sondern für Wiederbeschaffungs- oder Reproduktionswerte (abzüglich der notwendigen Abschreibungen) relevant. Falls die Ertragslage des Unternehmens schlecht ist, erfüllt der Substanzwert die wichtige Funktion eines Sicherheitsnetzes und stellt, falls zu Liquidations- statt Fortführungswerten berechnet, die absolute Wertuntergrenze eines Unternehmens dar [22].

Im Hinblick auf die vorzunehmenden Bereinigungen gemäss Wegleitung lässt sich analog zum Ertragswert-Verfahren auch bei der Herleitung des Substanzwertes festhalten,

dass nicht sämtliche stillen Reserven berücksichtigt werden. Als Beispiel sei hier der sogenannte «Warendrittel» erwähnt, welcher nicht aufgerechnet wird [23]. Je nach Zusammenset-

---

*«Der Abzug der latenten Steuern wird pauschal abgegolten.»*

zung der Bilanz kann somit eine geringe (wie bei Holdinggesellschaften) oder eine erhebliche Abweichung (wie bei Handelsunternehmen) von betriebswirtschaftlich korrekten Substanzwerten resultieren.

### 3.4 Latente Steuern

**3.4.1 Vorgesehene Regelung.** Als latente Steuern gelten Steuern, die auf den in der Substanzwertberechnung berücksichtigten, aber noch nicht als Ertrag besteuerten Reserven bei deren Realisierung bezahlt werden müssen. Damit soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass ein Unternehmen mit stillen Reserven steuerlich ungünstiger dasteht, als ein Unternehmen, welches dasselbe Vermögen zu seinem vollen Wert ausweist [24].

Der Abzug der latenten Steuern wird auf den für die Bewertung im Zuge des Substanzwertverfahrens angerechneten un versteuerten stillen Reserven grundsätzlich pauschal abgegolten. Die Pauschalierung dient als Vereinfachung, da in der Regel kaum abgeschätzt werden kann, wann die un versteuerten Reserven aufgelöst und zu welchen Steuersatz ver-

Kriterien erfüllt sind [27]. Die Wegleitung zählt dabei eine Beteiligung bis und mit 50% des Gesellschaftskapitals sowie das Fehlen einer angemessenen Dividende auf [28].

### «Die Einfachheit und Praktikabilität der Bewertungsmethoden bleibt weiterhin oberstes Gebot.»

steuert werden. Im Sinne eines Kompromisses geht man von einer Diskontierung der Steuerschuld auf 50% der mutmasslichen künftigen Steuerschuld aus. Ausgehend von einem repräsentativ durchschnittlichen Höchstsatz für die direkte Bundessteuer sowie Staats- und Gemeindesteuern von ursprünglich 40% wurde ein Abzug in der Höhe von 20% gewährt [25]. Neu soll allerdings lediglich ein Abzug von 15% zugelassen werden. Dabei würde man von einem maximalen Steuersatz von 30% ausgehen, was angesichts der gegenwärtigen Gesamtsteuerbelastung für Gesellschaften realistisch und somit auch repräsentativ erscheint [26].

## 3.5 Pauschalabzug für vermögensrechtliche Beschränkungen

**3.5.1 Vorgesehene Regelung.** Bei der Bewertung von Anteilen von Minderheitsaktionären an nichtkotierten Wertpapieren ohne Kursnotierung wird deren beschränkter Einfluss auf die Geschäftsleitung sowie auf die Beschlüsse der Generalversammlung pauschal berücksichtigt. Bei der Berechnung des Verkehrswertes wird gemäss Wegleitung diesem Umstand durch einen Abzug von 30% Rechnung getragen, sofern gewisse

3.5.2 *Bewertungstechnische Beurteilung.* Sowohl in der Theorie als auch in der Praxis herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass unter gewissen Umständen Abschläge für Minderheitsanteile gerechtfertigt sind [29].

«Die Höhe dieser Abschläge kann jedoch nicht ein für allemal fest bestimmt werden, sondern richtet sich nach dem einzelnen Fall»,

wie dies Helbling festhält [30]. Zudem existiert auch keine einfache Berechnungsformel für die Kalkulation dieses Abschlags [31]. Der prozentuale Abschlag dürfte jedoch in der Bandbreite von 10% bis 30% liegen [32]. Dies deutet daraufhin, dass der gemäss Wegleitung anzuwendende Pauschalabzug eher an der oberen Grenze dieser Bandbreite liegt. Pratt und andere halten zudem fest, dass bei Wertschriften, die Dividenden zahlen, der Abschlag generell tiefer ausfällt als bei Aktien, bei denen dies nicht der Fall ist [33]. Diesem Kriterium trägt die Wegleitung in RZ 63 somit Rechnung.

## 4. FAZIT

In der Neuauflage der Wegleitung der SSK wurde die ursprünglich vorgesehene Mindestregelung bezüglich des Substanzwertes wieder gestrichen. Was bleibt, sind Anpassungen bei der Ertragswertberechnung, dem Kapitalisierungszinssatz sowie der Höhe der Abzugsfähigkeit der latenten Steuern. Die Anpassungen sind im Lichte der gegenwärtigen steuerlichen und betriebswirtschaftlichen Situation zu betrachten. Die Einfachheit und Praktikabilität der Bewertungsmethoden bleibt weiterhin oberstes Gebot, obwohl die bewertungstechnische Praxis Differenzierungen und Verfeinerungen zugunsten eines zukunftsorientierten Ansatzes begrüssen würde. ■

**Anmerkungen:** \*) Die Autoren danken Marc Schläpfer, MSC BA, Universität Bern, für seine wertvolle Mitarbeit. 1) Vgl.: Art. 14 Abs. 1 Bundesgesetz über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden (StHG) SR 642.14. 2) Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer, Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008 (nachfolgend Wegleitung). 3) Gutachten über die Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer, herausgegeben von der Schutzorganisation der privaten Aktiengesellschaften, Zürich 1995 (nachfolgend Gutachten), S. 6. 4) Helbling, Carl: Unternehmensbewertung und Steuern, Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, insbesondere die Berücksichtigung der Steuern aufgrund der Verhältnisse in der Schweiz und in Deutschland, 9. Auflage 1998, Schriftenreihe der Treuhänderkammer, Band 10 (nachfolgend Helbling), S. 549. 5) Wegleitung, RZ 34 ff.; In Randziffer 36 war per 1. Januar 2011 der Substanzwert als Mindestwert vorgesehen. Nach heftiger Kritik seitens der Wirtschaft wurde dieser Passus jedoch gestrichen (vgl. dazu die Medienmitteilung der Economiesuisse

vom 20. Januar 2009, [http://www.economiesuisse.ch/web/de/PDF%20Download%20Files/MM\_vermoeigensteuer\_20090120\_de.pdf]. 6) Volkart, Rudolf: Corporate Finance, Grundlagen von Finanzierung und Investition, Versus Verlag Zürich 2007, erweiterte Auflage (nachfolgend Volkart 2007), S. 185 und 315; Loderer, Claudio: Handbuch der Bewertung, Praktische Methoden und Modelle zur Bewertung von Projekten, Unternehmen und Strategien, Verlag NZZ, 4. Auflage, 2007 (nachfolgend Loderer), S. 643. 7) Volkart, Rudolf: Unternehmensbewertung und Akquisition, Versus Verlag Zürich 1999 (nachfolgend Volkart 1999), S. 81; Volkart 2007, S. 323. 8) Helbling, S. 549. 9) Beusch, Michael, Was Kreisschreiben dürfen und was nicht, in: Der Schweizer Treuhänder, 2005/8, S. 613 ff. 10) Beusch, Michael, in: Kommentar zum schweizerischen Steuerrecht I/2b, Art. 102 DBG, N 16 f. 11) Gutachten, S. 32. 12) Gutachten, S. 39. 13) Newsletter Nr. 8, Kantonale Steuerverwaltung Schwyz, vom 16. Oktober 2008. 14) Quelle: WVK – Wertschriftenverzeichniskontrolle (zentrale Informationsplattform für die ESTV und die Kantone für Wertschriftenbewertungen). 15) Volkart

1999, S. 64. 16) Knüsel, Daniel: Die Anwendung der Discounted Cash-Flow Methode zur Unternehmensbewertung, Schriftenreihe der Treuhänderkammer Band 130. 17) Kursliste Eidg. Steuerverwaltung Bern (www.estv.admin.ch). 18) Helbling Carl, S. 423–424. 19) Vettiger, Thomas/Volkart, Rudolf: Kapitalkosten und Unternehmenswert, in: Der Schweizer Treuhänder, 2002/9. 20) Volkart 2007, S. 321. 21) Helbling, S. 201. 22) Lanz, A., Bolting, A.: Unternehmensbewertung – Der praktische Leitfadens für KMU, Cosmos Verlag AG, Muri bei Bern, 2005, S. 58 ff. 23) Wegleitung, RZ 18. 24) Gutachten, S. 52 ff. 25) Gutachten, S. 53. 26) Vergleiche dazu: Paying Taxes 2009, The Global Picture, PricewaterhouseCoopers AG 2009, einsehbar auf www.pwc.ch. 27) Wegleitung, RZ 61. 28) Angemessen ist eine Dividende dann, wenn die Rendite der Aktien im Verhältnis zu ihrem Verkehrswert mindestens dem um 1-Prozent-Punkt erhöhten, auf 1/10 gerundeten durchschnittlichen 5-Jahres-Swapsatz entspricht (Wegleitung, RZ 63 Abs. 2). 29) Pratt, Shannon P.: Business Valuation, Discounts and Premiums, John Wiley & Sons Inc., New York, 2001, S. 17 ff.; Helbling, S. 534 ff. 30) Helbling, S. 535.

31) Pratt, Shannon P., Reilly, Robert F., Schweihs, Robert P.: *Valuing a business, the analysis and appraisal of closely held companies*, Mc Graw Hill, the third edition 1998 (nachfolgend Pratt 1998), S. 433. 32) Cheridito, Yves/Schneller, Thomas: *Discounts and Premia in der Unternehmensbewertung*, in: *Der Schweizer Treuhänder*, 2008/6–7, S. 418; Helbling, S. 535. 33) Pratt 1998, S. 433.

**Literatur:** ▶ Beusch, Michael: *Was Kreisschreiben dürfen und was nicht*, in: *Der Schweizer Treuhänder*, 2005/8, S. 613 ff. ▶ Cheridito, Yves, Schneller, Thomas: *Discounts and Premia in der Unternehmensbewertung*, in: *Der Schweizer Treuhänder*, 2008/6–7, S. 416 ff. ▶ Helbling, Carl: *Unternehmensbewertung und Steuern*, Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, insbesondere die

Berücksichtigung der Steuern aufgrund der Verhältnisse in der Schweiz und in Deutschland, 9. Auflage, Schriftenreihe der Treuhand-Kammer, Band 10. ▶ Knüsel, Daniel: *Die Anwendung der Discounted Cash Flow-Methode zur Unternehmensbewertung*, Schriftenreihe der Treuhand-Kammer, Band 130. ▶ Loderer, Claudio: *Handbuch der Bewertung, Praktische Methoden und Modelle zur Bewertung von Projekten, Unternehmen und Strategien*, Verlag Neue Zürcher Zeitung, 4. Auflage, 2007. ▶ Pratt, Shannon P.: *Business Valuation, Discounts and Premiums*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2001. ▶ Pratt, Shannon P., Reilly, Robert F., Schweihs, Robert P.: *Valuing a business, the analysis and appraisal of closely held companies*, Mc Graw Hill, 1998, third edition.

▶ Volkart, Rudolf: *Corporate Finance, Grundlagen von Finanzierung und Investition*, Versus Verlag Zürich, 2007, 3. überarbeitete und erweiterte Auflage. ▶ Volkart, Rudolf: *Unternehmensbewertung und Akquisition*, Versus Verlag Zürich, 1999. ▶ *Gutachten über die Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer*, herausgegeben von der Schutzorganisation der privaten Aktiengesellschaften, Zürich 1975. ▶ Vetter, Thomas/Volkart, Rudolf: *Kapitalkosten und Unternehmenswert*, in: *Der Schweizer Treuhänder*, 2002/9. ▶ Lanz, A., Bolfing, A., *Unternehmensbewertung – Der praktische Leitfaden für KMU*, Cosmos Verlag, Muri bei Bern, 2005.

## RÉSUMÉ

### Estimation des titres non cotés

En Suisse, l'estimation des titres nationaux et étrangers en vue de l'impôt sur la fortune est basée en principes sur la valeur vénale. Si les titres ne sont négociés dans aucune bourse et qu'ils n'ont donc pas de valeur boursière, la valeur vénale sera déterminée selon les règles d'estimation de la *Conférence suisse des impôts (CSI)*. Le 28 août 2008, la CSI a publié une nouvelle édition des instructions (circulaire n° 28). Celles-ci comportent de petites modifications en ce qui concerne le calcul de la valeur de rendement, le taux de capitalisation ainsi que le montant à déduire pour les impôts latents.

Les instructions confirment la méthode dite du praticien comme modèle à appliquer pour le calcul de la valeur d'entreprise, celle-ci correspondant à la moyenne entre la valeur substantielle de la société et le double de sa valeur de rendement. Il est vrai que d'un point de vue théorique, mais également dans la pratique, c'est désormais l'approche du *Discounted Cashflow (DCF)* (flux monétaires futurs actualisés) qui prévaut. Bien que dans une optique économique la méthode du praticien soit plutôt déconseillée, son application est toutefois pleinement justifiée sur le plan fiscal car, étant basée sur les chiffres du passé, elle ne laisse guère de place à l'appréciation subjective et donc est nettement plus simple à manier que l'approche DCF.

Pour le calcul de la valeur de rendement on peut, comme par le passé, se référer aux deux derniers exercices annuels, le plus récent étant compté double, ou alors, et c'est là la nouveauté, se baser sur les comptes des trois derniers exercices annuels. Les cantons sont cependant tenus de fixer un modèle déterminé comme standard cantonal. Une consultation des cantons a montré à ce propos que la majorité d'entre eux préfère s'en tenir au système traditionnel et retient donc la première des deux options citées. D'un point de vue économique, aucun des deux modèles ne peut être considéré comme le bon; étant donné que le fait de prendre en compte les chiffres historiques de bénéfices antérieurs ne sera toujours qu'un élément auxiliaire afin de se faire une idée sur la situation présente ou future. Par ailleurs, lors des ajustements des comptes annuels, la formation ou dissolution, admission fiscale, de réserves latentes ne fait l'objet d'aucune correction, comme ce serait en revanche souhaitable dans une optique de gestion.

Autre nouveauté: le taux de capitalisation nécessaire pour déterminer la valeur de rendement est composé désormais du taux d'intérêt de placements sans risque et d'une prime de risque fixe de 7%. Dans la pratique de la technique d'estimation, c'est le modèle du Capital

Asset Pricing qui prévaut pour la détermination d'un taux d'escompte conforme au risque: Au taux d'intérêt sans risque on ajoute le produit d'une prime de risque du marché et d'un facteur de risque spécifique à l'entreprise (valeur Beta). Le taux d'escompte fixé par les instructions s'inspire donc de la pratique en cours et de la théorie mais on ne tient pas compte des particularités de l'entreprise. On ne comprend pas non plus très bien comment la prime de risque se répartit sur les divers facteurs de risque.

Lors du calcul de la valeur substantielle, on applique une déduction forfaitaire pour les impôts latents sur réserves latentes non imposées, le taux d'impôt applicable passant désormais de 20% à 15%.

Les adaptations apportées par la CSI à la nouvelle version des instructions sont à examiner à la lumière de la situation fiscale et économique actuelle. La simplicité et la praticité des méthodes d'estimation demeurent l'impératif majeur, alors même que le monde de la pratique accueillerait favorablement des différenciations et perfectionnements dans le sens d'une approche orientée vers le futur. *MW/TS/SW*