

10.11.2022

Bewertung nicht kotierter Unternehmen gemäss Kreisschreiben 28 der SSK: angepasster Kapitalisierungszinssatz ab Steuerperiode 2021

Die steuerlichen Grundsätze für die Bewertung von nicht kotierten Wertpapieren sind im Kreisschreiben 28 der Schweizerischen Steuerkonferenz geregelt. Das KS 28 wurde auf die Steuerperiode 2021 hinsichtlich der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes geändert. Die wichtigste Änderung betrifft die Risikoprämie, welche nicht mehr fix bei 7,0% liegt, sondern auf einem jährlich neu berechneten Unternehmensrisiko basiert. Vor allem die Vermögenssteuerwerte von profitablen Unternehmen werden durch diesen Effekt tendenziell sinken. Für die Steuerperiode 2021 wurde der Kapitalisierungszinssatz mittels neuer Berechnungsmethode auf 9,5% festgelegt. Im Kanton Luzern wird unverändert der Vorjahressteuerwert für die Veranlagung der Anteilhaber verwendet.

1. Einleitung

Das Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008 der Schweizerischen Steuerkonferenz (SSK), Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer, nachfolgend KS 28, hält die für Steuerzwecke geltenden Grundsätze für die Bewertung von nicht kotierten Wertschriften fest. Das KS 28 bezweckt im Rahmen der Vermögenssteuer eine in der Schweiz einheitliche Bewertung von inländischen und ausländischen Wertpapieren, die an keiner Börse gehandelt werden. Beim KS 28 handelt es sich rechtlich um eine Empfehlung der SSK an die Steuerbehörden. Soweit die Dienststelle Steuern des Kantons Luzern in ihren Weisungen auf das KS 28 verweist, bekommt dessen Inhalt den Charakter einer sogenannten Verwaltungsanweisung. Nach ständiger Praxis des Bundesgerichts stellen die im KS 28 vorgesehenen Methoden zur Verkehrswertermittlung zuverlässige Methoden zur Bestimmung des Verkehrswertes von nicht kotierten Beteiligungen im Privatvermögen dar (siehe exemplarisch [BGE 2C 59/2022 vom 15.09.2022](#)).

Gemäss Beschluss der SSK vom 16.10.2020 (gestützt auf die Zustimmung der Finanzdirektorenkonferenz FDK vom 25.9.2020) wurde das KS 28 hinsichtlich der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes angepasst. Die Grundlagen für die Anpassung wurden durch ein Gutachten der Universität Zürich geschaffen. Neu wird für den risikolosen Zinssatz auf den Durchschnitt von einem Anlage- und Kreditsatz abgestellt. Die jährlich ermittelte Risikoprämie leitet sich neu aus der Risikoprämie von börsenkotierten Unternehmen ab, unter Berücksichtigung des spezifischen Risikos von nicht kotierten Unternehmen. Ausserdem wird auch die Illiquidität von nicht kotierten Wertpapieren separat berücksichtigt.

Die Änderungen gelten für alle Bewertungen mit Bilanzstichtagen ab dem 1. Januar 2021.

2. Bewertung nicht kotierter Unternehmen

Gemäss Randziffer (RZ) 34 des KS 28 ergibt sich der Unternehmenswert von nicht kotierten Handels-, Industrie- und Dienstleistungsgesellschaften durch die zweimalige Gewichtung des Ertragswertes und der einmaligen Gewichtung des Substanzwertes.

Die Grundformel lautet
$$U = \frac{2E + S}{3}$$

U = Unternehmenswert
E = Ertragswert
S = Substanzwert

Der Substanzwert entspricht dem Netto-Aktivenüberschuss gemäss Handelsbilanz zum Bewertungszeitpunkt. Die stillen Reserven werden teilweise berücksichtigt (v.a. Liegenschaften, Beteiligungen, kotierte Wertschriften). Stille Reserven auf pauschalen Wertberichtigungen bleiben unberücksichtigt, soweit diese Wertberichtigungen für die direkte Bundessteuer zugelassen sind. Es ist offensichtlich, dass der Substanzwert nicht dem auf dem Markt erzielbaren Wert des Unternehmens entspricht. Vor allem bei gewinnbringenden Gesellschaften liegt der Substanzwert oftmals deutlich unter dem Marktwert.

Der Ertragswert hingegen ist eine Messgrösse für die zukünftige Ertragsfähigkeit des Unternehmens. Er basiert auf dem durchschnittlich steuerbaren Gewinn der letzten zwei oder drei Steuerperioden je nach verwendetem Bewertungsmodell. Für die Ermittlung des Ertragswertes wird der durchschnittlich steuerbare Gewinn durch den Kapitalisierungszinssatz dividiert. Daraus folgt, dass der Ertragswert höher ausfällt, je tiefer der verwendete Kapitalisierungszinssatz festgesetzt wird. Es wird bei der Ermittlung des Ertragswertes angenommen, dass der Gewinn unverändert bis in alle Ewigkeit erzielbar ist. Mathematisch gesehen entspricht der Ertragswert somit dem Barwert einer ewigen Rente von konstant gleichbleibenden Gewinnen. In der Praxis übersteigt der Ertragswert den Substanzwert häufig um ein Vielfaches.

Beispiel:

Eine Dienstleistungsgesellschaft weist ein Eigenkapital von CHF 1,5 Mio. aus. Die stillen Reserven nach Abzug der latenten Steuern betragen CHF 0,5 Mio. Der Einfachheit halber gehen wir davon aus, dass die laufenden Gewinne des Unternehmens regelmässig ausgeschüttet werden. Der Substanzwert beträgt somit CHF 2 Mio.

Obige Gesellschaft hat im Jahr n einen Gewinn von CHF 300'000.— erzielt. Der steuerbare Gewinn des Jahres n-1 hat CHF 400'000.— betragen. Beim Standardmodell des Kantons Luzern (Modell 1, KS 28) wird der Gewinn des aktuellen Jahres doppelt und jener des Vorjahres einfach gewichtet. Der durchschnittliche Gewinn, welcher für die Wertschriftenbewertung verwendet wird beträgt somit CHF 333'333.— ($(2 * \text{Gewinn Jahr } n + \text{Gewinn Jahr } n-1) / 3$).

Der Ertragswert mit dem für das Jahr 2020 festgesetzten Kapitalisierungszinssatz von 7 % würde somit auf CHF 4'761'900.— zu stehen kommen ($\frac{333'333}{7} * 100$)

Die Wertschriftenbewertung für das Jahr 2020 würde wie folgt aussehen:

$$\text{Unternehmenswert } U = \frac{2E + S}{3} = \frac{(2 * 4'761'900) + (2'000'000)}{3} = \text{CHF } 3'841'267.—$$

Die Berechnung mit denselben Zahlen und dem für die Steuerperiode 2021 gültigen Kapitalisierungszinssatz von 9,5 % würde folgende Werte ergeben:

$$\text{Ertragswert} = \frac{333'333}{9,5} * 100 = 3'508'768.—$$

$$\text{Unternehmenswert } U = \frac{2E + S}{3} = \frac{(2 * 3'508'768) + (2'000'000)}{3} = \text{CHF } 3'005'845.—$$

Das Beispiel zeigt anschaulich auf, dass bei gleichbleibenden Gewinnen und unverändertem Substanzwert lediglich durch den Effekt des höheren Kapitalisierungszinssatzes der Steuerwert der Unternehmung von CHF 3,84 Mio. auf rund CHF 3 Mio. sinkt.

3. Kapitalisierungszinssatz

3.1. Kapitalisierungszinssatz bis und mit Steuerperiode 2020

Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich aus zwei Komponenten zusammen. Einerseits aus einem risikolosen Zinssatz und andererseits aus einer Risikoprämie. Der risikolose Zinssatz widerspiegelt die Opportunitätskosten der Anteilsinhaber für die Gelder, welche im Unternehmen gebunden sind. Die Risikoprämie wiederum ist eine Messgrösse für das Unternehmensrisiko. Je grösser das Risiko, desto höher der Kapitalisierungszinssatz und desto tiefer fällt letztlich der Unternehmenswert aus.

Bis anhin wurde der risikolose Zinssatz auf Basis des 5-Jahres-CHF-Swapsatzes ermittelt. Dabei wurde eine Untergrenze von Null festgelegt. Die Risikoprämie betrug konstant 7,0 %. Als Folge des Negativzinsumfeldes, das sich in der Schweiz seit Januar 2015 eingestellt hat, waren die Swapsätze für die meisten Laufzeiten in den letzten Jahren praktisch durchgehend negativ. Somit betrug der Kapitalisierungszinssatz seit 2015 konstant 7,0 %. Der risikolose Zinssatz war negativ (Untergrenze von Null kam zum Tragen) und der Kapitalisierungszinssatz hat nur die fixe Risikoprämie von 7,0 % abgebildet.

3.2. Vor- und Nachteile des bisherigen Kapitalisierungszinssatzes

Die bisherige Berechnungsmethode des Kapitalisierungszinssatzes hatte den Vorteil, dass sie sehr einfach zu ermitteln war. Swapsätze werden von allen gängigen Anbietern von Finanzmarktinformationen regelmässig publiziert. Durch die Festlegung einer einheitlichen konstanten Risikoprämie entfiel die Notwendigkeit, diese jährlich neu berechnen zu müssen. Die Berechnungsmethode wies jedoch auch ein paar nicht unwesentliche Nachteile auf:

- Die Wertschriftenbewertung nach KS 28 dient zur Hauptsache der Ermittlung des Vermögenssteuerwerts der Anteilsinhaber. Der risikolose Zinssatz sollte also idealerweise einem Zinssatz entsprechen, zu welchem Anteilsinhaber von nicht kotierten Gesellschaften auch tatsächlich Zugang haben. In der Praxis verlangen Finanzinstitute für Swapgeschäfte jedoch sehr hohe Mindestnennwerte. Die meisten

Anteilshaber von nicht kotierten Gesellschaften werden somit von Swapgeschäften ausgeschlossen.

- Der Swapsatz widerspiegelt ausserdem keinen Zins, zu welchem tatsächlich Kredite aufgenommen oder Anlagen getätigt werden können. Er entspricht vielmehr einem fixen Zins, zu welchem ein variabler Zins refinanziert werden kann.
- Ein einheitlicher, fixer Risikozuschlag von 7,0 % stellt eine Schätzgrösse dar, welche nicht empirisch fundiert ist. Empirische Erhebungen zeigen nämlich, dass Risikoprämien nicht konstant, sondern je nach wirtschaftlichem Umfeld variabel sind.

Aus diesen Gründen wurde die Berechnungsmethode des Kapitalisierungszinssatzes in Umsetzung des Gutachtens der Universität Zürich total überarbeitet. Die vorgängig erwähnten Nachteile wurden so weit wie möglich beseitigt.

3.3. Berechnungsmethode des aktualisierten Kapitalisierungszinssatzes

Der risikolose Zinssatz entspricht neu dem Durchschnitt der Zinssätze für Anlagen und Kredite. Die Sätze werden wie folgt ermittelt:

1. Bestimmung des Satzes für Anlagen:
 - a) Zero-Coupon-Zinssatz für eine 20-jährige Anlage (auf Basis der Preise für Bundesobligationen berechnet);
 - b) Falls (a) negativ ist, Satz auf Spareinlagen;
 - c) Falls (a) und (b) negativ sind, Satz auf Kontokorrent;
 - d) Falls (a) – (c) negativ sind, Satz auf Bargeld (0 %).
2. Bestimmung des Satzes für Kredite:
 25. Quantil des Satzes für Festhypotheken mit einer Laufzeit von 15 Jahren.

Für den Anlagesatz, zu welchem die Anteilshaber mit sehr geringem Risiko Geld anlegen können, wird also auf die Rendite von Bundesanleihen abgestellt. Es wird angenommen, dass auf Sparkonten, Kontokorrent-Konten und zum Schluss auf Bargeld ausgewichen wird, wenn der Zinssatz der Bundesanleihen negativ ist.

Als Satz, zu welchem Anteilshaber zu möglichst günstigen Konditionen Geld aufnehmen können, wird ein Festhypothekensatz verwendet. Hypotheken sind in der Regel vollständig gedeckt. Die im Hypothekensatz enthaltene Risikoprämie ist somit sehr gering. Das gilt umso mehr für das untere Quartil.

Wie bereits erwähnt entspricht der risikolose Zinssatz dem Durchschnitt aus Anlage- und Ausleihsatz. Auf dieser Basis ergeben sich folgende risikolose Zinssätze für die Jahre 2018 bis 2020:

	1a	1b	1c	E	2a	(E + 2a) / 2
Jahr	Bundesobligationen	Spareinlagen	Kontokorrent	Anlagesatz (höchster Wert aus 1a:1c)	Ausleihsatz (Festhypothek)	Risikoloser Zinssatz Rf
2018	0,23	0,04	0,00	0,23	1,87	1,05
2019	-0,24	0,03	0,00	0,03	1,46	0,75
2020	-0,40	0,03	0,00	0,03	1,41	0,72

3.4. Berechnung der Risikoprämie

Der neue Ansatz für die Berechnung der Risikoprämie basiert auf dem an den Finanzmärkten beobachtbaren Unternehmensrisiko und unter Berücksichtigung der Risikounterschiede zwischen kotierten und nicht kotierten Unternehmen sowie der Illiquidität von nicht kotierten Unternehmen.

In einem ersten Schritt wird die Risikoprämie für kotierte Unternehmen bestimmt. Aufgrund der publizierten Daten von kotierten Unternehmen werden die Marktkapitalisierung und die Substanzwerte gemäss publizierten Jahresrechnungen herangezogen. Nach der Ermittlung der Ertragswerte auf Grundlage der Praktikermethode werden die Kapitalisierungszinssätze berechnet. Hierbei wird der Durchschnitt aus den Bewertungsmodellen 1 und 2 gemäss KS 28 verwendet. Vom durchschnittlichen Kapitalisierungszinssatz wird der risikolose Zinssatz abgezogen. So erhält man die Risikoprämie für kotierte Gesellschaften.

Im zweiten Schritt wird die Risikoprämie nicht kotierter Unternehmen bestimmt. Die Ermittlung erfolgt aufgrund des Risikos nicht kotierter Unternehmen im Verhältnis zum Risiko von kotierten Unternehmen. Als Risikomass wird die Standardabweichung der Eigenkapitalrendite über die Zeit eingesetzt. Diese Messgrösse hat den Vorteil, dass sie Unterschiede in der Kapitalstruktur und der Grösse zwischen kotierten und nicht kotierten Unternehmen automatisch berücksichtigt. Für detailliertere Auskünfte wird ausdrücklich auf das Gutachten der Universität Zürich UZH verwiesen. Die Universität Zürich hat für den Zeitraum der Jahre 2009 – 2017 einen Risikofaktor (F) von 3,01 für nicht kotierte Unternehmen relativ zu kotierten Unternehmen berechnet. Das bedeutet, dass die Eigenkapitalrenditen von nicht kotierten Unternehmen 3,01-mal so risikohaft sind wie jene der kotierten Unternehmen. Durch Multiplikation der Risikoprämie für kotierte Unternehmen mit dem Risikofaktor (F) erhält man die Risikoprämie für nicht kotierte Unternehmen.

3.5. Illiquiditätszuschlag auf dem Kapitalisierungszinssatz

Nicht kotierte Beteiligungen sind gegenüber börsenkotierten Beteiligungen, die jederzeit veräussert werden können, illiquider. Diesem Umstand muss mit einer tieferen Bewertung der nicht kotierten Beteiligungen Rechnung getragen werden. Die Universität Zürich schlägt einen Illiquiditätsabschlag von 10 % auf dem gesamten Unternehmenswert vor. Die SSK hat sich entschieden, diesen Wert zu übernehmen. Die Illiquidität soll jedoch mit einem Zuschlag auf dem Kapitalisierungszinssatz an Stelle eines Abschlags auf dem gesamten Unternehmenswert berücksichtigt werden. Auf Grundlage der Daten der Universität Zürich ergibt sich ein Illiquiditätszuschlag auf dem Kapitalisierungszinssatz von 17,65 %.

Der Kapitalisierungszinssatz berechnet sich nach der aktualisierten Methode wie folgt:

$$(\text{Risikoloser Zinssatz} + \text{Risikoprämie für nicht kotierte Unternehmen}) * (1 + \text{Illiquiditätszuschlag von 17,65 \%}) = \text{Kapitalisierungszinssatz (n)}$$

Der für ein Steuerjahr massgebende Kapitalisierungszinssatz berechnet sich schliesslich aus dem Durchschnitt der Kapitalisierungszinssätze der letzten drei Jahre, aufgerundet auf das nächste Viertelprozent. Er wird jährlich in der Kursliste der ESTV publiziert.

Für das Steuerjahr 2021 ergibt sich ein Kapitalisierungszinssatz von 9,5 %. Der Kapitalisierungszinssatz für das Jahr 2022 wird gegen Ende des Jahres 2022 publiziert. Der Wert wird voraussichtlich deutlich unter jenem von 2021 zu liegen kommen.

4. Folgen des aktualisierten Kapitalisierungszinssatzes für die Anteilhaber von Luzerner Gesellschaften

Wie bereits oben erwähnt wird sich der steuerliche Unternehmenswert von profitablen Gesellschaften bei gleichbleibenden Gewinnen im 2021 gegenüber dem Steuerjahr 2020 deutlich reduzieren. Dies ergibt sich alleine aus der Verwendung des Kapitalisierungszinssatzes von 9,5 % gegenüber dem Kapitalisierungszinssatz von 7,0 % für das Jahr 2020.

Im Kanton Luzern wird für die Vermögenssteuer der Anteilhaber der Vorjahressteuerwert der betroffenen Beteiligung verwendet. Für das Wertschriftenverzeichnis 2021 des Aktionärs A wird somit der Wert seiner Beteiligung X aufgrund der Wertschriftenbewertung 2020 der Gesellschaft X ermittelt. Die Verwendung des Vorjahreswertes hat sich in der Praxis bewährt, da die Wertschriftenbewertungen des aktuellen Jahres der Gesellschaften zum Zeitpunkt der Veranlagung der Anteilhaber in den meisten Fällen noch nicht vorliegen. Durch die Verwendung des Vorjahreswertes entstehen den Anteilhabern keine Nachteile, die Wertschriftenbewertungen der Beteiligungen werden lediglich um ein Jahr verzögert für die Besteuerung der Anteilhaber berücksichtigt. Das KS 28 sieht dieses Vorgehen zur Vermeidung von Verzögerungen im Veranlagungsverfahren der Natürlichen Personen in RZ 4 ausdrücklich vor. Ausserdem steht es den Anteilhabern frei, die Verwendung des Steuerwertes des aktuellen Jahres zu verlangen. Die Änderung auf die Verwendung der Wertschriftenbewertung des aktuellen Steuerjahres an Stelle des Vorjahressteuerwertes muss jedoch anschliessend für insgesamt mindestens fünf Steuerperioden beibehalten werden.

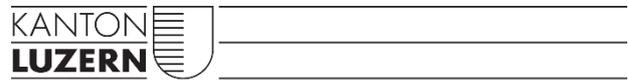
Einige Kantone wie der Kanton Zürich und der Kanton Bern haben ihre Praxis auf die Steuerperiode 2021 hin generell geändert. Anstelle der bisherigen Praxis (Verwendung des Vorjahressteuerwertes der Gesellschaft für die Veranlagung der Anteilhaber) wird neu auf die Wertschriftenbewertung der Gesellschaft für das aktuelle Steuerjahr abgestellt. Im Kanton Luzern wurde eine generelle Praxisänderung ebenfalls diskutiert. Wir sind jedoch der Meinung, dass die Vorteile im Veranlagungsverfahren durch die Verwendung des Vorjahreswertes klar überwiegen. Die Veranlagung der Anteilhaber wird dadurch nicht unnötig verzögert. Ausserdem wird davon ausgegangen, dass die grosse Differenz des Kapitalisierungszinssatzes zwischen den Jahren 2020 und 2021 aufgrund der geänderten Ermittlungsmethode einmalig bleiben wird. Für das Jahr 2022 wird der Kapitalisierungszinssatz wohl zwischen jenem von 2020 und 2021 zu liegen kommen. Längerfristig kann es zudem durchaus vorkommen, dass der Kapitalisierungszinssatz auch unter der bisherigen Untergrenze von 7,0 % zu liegen kommt.

Keine Auswirkungen hat die Anpassung der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes auf die bewährte Luzerner Praxis, wonach sich in Abweichung zu Randziffer 34 der Wegleitung der Unternehmenswert aus dem Mittelwert von Substanzwert und Ertragswert zusammensetzt, wenn der aufgrund der Wegleitung ermittelte Ertragswert das Vierfache oder mehr des ermittelten Substanzwertes beträgt. Mit dieser seit Jahren praktizierten Bestimmung (vgl. [Luzerner Steuerbuch Bd. 1 Weisungen StG § 47 Nr. 2 Ziff. 2](#)) wird verhindert, dass bei profitablen Unternehmen aufgrund eines hohen Ertragswertes der Unternehmenswert grenzenlos in die Höhe schnellte. Durch die je einfache Gewichtung des

Ertrags- und des Substanzwertes ab einer fix festgesetzten Schwelle, wird auch der Gleichbehandlung der Unternehmen unabhängig von Branche und Unternehmensgrösse Rechnung getragen.

Autor/Kontakt

André Jakober, Juristische Personen
041 228 69 63, andre.jakober@lu.ch



Finanzdepartement
Dienststelle Steuern
Buobenmatt 1
Postfach 3464
6002 Luzern