

Unternehmensbewertung von KMU in der DACH-Region



Prof. Dr. Tobias Hüttche ist Wirtschaftsprüfer und Steuerberater (D) sowie Certified Valuation Analyst (CVA). Er ist Professor für Revisions- und Treuhandwesen und leitet das Institut für Finanzmanagement an der Hochschule für Wirtschaft in Basel (FHNW). Nach Studium und Doktorat war Tobias Hüttche für internationale Prüfungsgesellschaften in München und Frankfurt a. M. tätig. Er ist Partner einer Treuhandgesellschaft mit Standorten in Deutschland und der Schweiz und berät Unternehmen und Unternehmer bei finanziellen Entscheiden. Er ist weiter Gründungspartner und Verwaltungsrat der wevalue AG, einer Anbieterin webbasierter Unternehmensbewertungen.



Dr. Fabian Schmid ist promovierter Ökonom und Certified Valuation Analyst (CVA). Er ist Dozent für Corporate Finance an der Hochschule für Wirtschaft der Fachhochschule Nordwestschweiz (FHNW). Seine Themenschwerpunkte umfassen die Bewertung von KMU und die Kapitalkostenbestimmung, zu denen er regelmässig referiert und publiziert. Zudem ist er Gründungspartner und Geschäftsführer der wevalue AG, einer Anbieterin webbasierter Unternehmensbewertungen. Er bewertet regelmässig KMU und berät Unternehmen bei finanziellen und strategischen Fragestellungen.

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	67
2.	Eigenheiten der Unternehmensbewertung von KMU	67
3.	Internationale Bewertung von KMU	69
4.	Besonderheiten von KMU und Auswirkungen auf die Bewertung	72
5.	Berufsständische Stellungnahmen zur Bewertung von KMU in der DACH-Region	74
5.1	Verankerung des Berufsstands in der DACH-Region.....	74
5.2	Deutschland.....	75
5.3	Österreich.....	76
5.4	Schweiz.....	77
5.5	Gemeinsamkeiten und Unterschiede.....	77
6.	Bewertungspraxis	79
6.1	Bewertungsmethoden.....	79
6.2	Besonderheiten.....	79
6.3	Vereinfachende Bewertungsverfahren.....	81
6.3.1	Empfehlungen anderer Organisationen zur Bewertung von KMU.....	83
6.3.2	Branchenübliche Bewertungsverfahren.....	84
7.	Fazit	85
	Literaturverzeichnis	86

1. Einleitung

Die Bewertung von KMU ist keine «kleine» Bewertung und schon gar nicht einfach. Noch komplizierter wird es, wenn es sich um Bewertungen oder Wertvorstellungen aus dem Ausland handelt, über die im Inland – beispielsweise bei Kauf und Verkauf, Rechtsstreitigkeiten oder Schiedsverfahren – entschieden werden muss. Unterschiede bei der Bewertung von KMU ergeben sich trotz weitgehend gleicher Sprache auch innerhalb der DACH-Region. Diese zu kennen, ist der erste Schritt, um besser zu entscheiden und Konflikte zu vermeiden. Erstaunlicherweise ist jedoch wenig zur vergleichenden Unternehmensbewertung zu finden.¹ *Lobo/Bottomley* haben zwar 2015 unter dem vielversprechenden Titel «Around the World in Eighty Valuations» eine Analyse vorgelegt, die jedoch nur fünf Länder abdeckt und bei der über die Grösse der jeweils bewerteten Unternehmen keine Informationen gegeben werden. Diese Forschungslücke ist angesichts der Verflechtung der Wirtschaftsräume erstaunlich. Der folgende Beitrag gibt dazu einen Überblick, bezogen auf die für die Leserschaft relevante DACH-Region.²

2. Eigenheiten der Unternehmensbewertung von KMU

KMU werden aus denselben Anlässen bewertet wie grosse bzw. kotierte Unternehmen, allerdings mit anderen Schwerpunkten.³ Bei kotierten Unternehmen approximiert deren Börsenwert recht gut den Verkehrswert. Bei KMU geben allenfalls zeitnahe Transaktionspreise einen Hinweis darauf. Ansonsten ist in allen Fällen, in denen Verkehrswerte benötigt werden, eine Bewertung erforderlich.

Bei KMU sind dies neben Kauf und Verkauf insbesondere Nachfolgeregelungen, bei denen sich eine Bewertung schon aus Gründen der «Familiengerechtigkeit» empfiehlt. Weitere und im Vergleich zu kotierten Unternehmen häufigere Anlässe ergeben sich aus den Statuten, Gesellschaftsverträgen oder Aktionärsbindungsverträgen (Eintritt, Ausscheiden

1 Eine Ausnahme bilden im deutschsprachigen Raum die rechtsvergleichenden Arbeiten von Fleischer, dazu z. B. Fleischer (2000), S. 1331 ff.

2 Diese Übersicht ist eine überarbeitete und ergänzte Fassung des Beitrags von Hüttche (2020), S. 1193 ff.

3 Vgl. Hüttche/Schmid (2019), S. 1108 f.

oder Ausschluss von Gesellschaftern) sowie Finanzierungsfragen (Beleihungsgrenzen). Schliesslich sind aus steuerlichen Gründen Bewertungen erforderlich.

Die den KMU zugeschriebene «Hemdsärmeligkeit» gilt in vielen Fällen auch für den Bewertungsprozess. Dies beginnt mit der Auftragsvergabe: Nur selten – beispielsweise aus steuerlichen Gründen – wird ein dem Unternehmen fremder Berufsträger ausdrücklich mit einer Bewertung inklusive eines vollständigen «Hochglanzgutachtens» beauftragt werden. Häufig geht es bei KMU lediglich um eine Einschätzung oder eine Bandbreite als Basis weiterer eigener Überlegungen. Bewerter rekrutieren sich dann üblicherweise aus dem Kreis bereits für das Unternehmen tätiger Prüfer oder Berater.

Auch die Auftragsdurchführung stellt sich in vielen Fällen als pragmatischer Kompromiss zwischen dem theoretisch Erforderlichen und dem – angesichts beschränkter Zeit und beschränktem Budget – praktisch Möglichen dar. Dies betrifft auch die Methodenwahl, bei der – in einzelnen Ländern mehr, in anderen weniger – vereinfachte Verfahren (sog. Praktikerverfahren) immer noch grossen Zuspruch finden. Doch auch bei der Verwendung von Zukunftserfolgsverfahren (DCF- oder Ertragswertverfahren) wird häufig mit stark vereinfachenden Annahmen gearbeitet, etwa bezüglich der Kapitalkosten oder der Ableitung des Restwerts.

Vereinfachungen finden sich auch in der Berichterstattung. Hier ist eine verkürzte Berichterstattung verbreitet, häufig auch nur in Form sogenannter Wertüberlegungen oder verkürzter Gutachten. Auch eine nur mündliche Berichterstattung anhand einer mehr oder weniger ausführlichen Präsentation ist zu beobachten.

Die auch im Bereich Unternehmensbewertung fortschreitende Digitalisierung öffnet auch KMU-Bewertern den Zugang zur Welt und den Möglichkeiten «grosser Bewertungen». Auch bei der Bewertung von KMU kommen daher mehr und mehr webbasierte Bewertungstools zum Einsatz. Sinnvollerweise sind diese nicht als «Robo-DCF»⁴ gebaut, sondern nehmen Bewertenden vor allem fehleranfällige und aufwendige Modellie-

4 <http://aswathdamodaran.blogspot.com/2015/02/dcf-myth-1-if-you-have-ddiscount-rate.html>. abgerufen am 18.12.2020.

rungsarbeiten ab.⁵ Allerdings bleibt es dabei, dass eine sachgerechte Unternehmensbewertung beides verlangt: die Beherrschung des Handwerks, eben der «Bewertung», und ein tiefes Verständnis für das «Unternehmen».

3. Internationale Bewertung von KMU

Mit der Internationalisierung der Wirtschaft geht ein internationales Interesse an Unternehmenswerten einher. Dies betrifft auch KMU. Sie suchen Expansionsmöglichkeiten im Ausland, sind selbst aber auch attraktive Zielgesellschaften. Internationale Kooperationen oder gar Fusionen sind auch im KMU-Umfeld keine Seltenheit mehr. Weiter ergeben sich aus dem grenzüberschreitenden Geschäft auch grenzüberschreitende Bewertungsfragen, etwa im Zusammenhang mit der Besteuerung (Funktionsverlagerungen, BEPS etc.) oder Rechtsstreitigkeiten (z. B. Schiedsverfahren).

Während Grossunternehmen häufig durch international tätige Bewerter mit weitgehend einheitlichen Methoden bewertet werden, ist die Situation bei KMU – wie beschrieben – eine andere. National unterschiedliche Wertauffassungen und Bewertungspraktiken führen dann zu «geoprofessionellen»⁶ Unterschieden. Diese erschweren die Kommunikation, Transaktion und Konfliktlösung.

Interessanterweise ist das hierzulande beliebte «Praktikerverfahren» keine Schweizer Eigenheit. Solche Kombinationsverfahren – also Mischungen aus Substanz- und Ertragswert – haben sich aus der Verkaufspraxis bei bebauten Grundstücken entwickelt.⁷ In der Bewertungslehre wurden diese u. a. durch *Jakob Viel* (Zürich), *Otto Bredt* (Hannover) und *Maurice Rendard* (Paris) vertreten. Gemeinsam mit *Otto Hax* (Frankfurt) und im Auftrag der *Union Européenne des Experts Comptables, Economiques et Financiers* (UEC) publizierten sie 1961 diese Methode erstmals in einer geschlossenen Darstellung. Die fortan sogenannte UEC-Methode war faktisch der erste Unternehmensbewertungsstandard für Wirtschaftsprüfer.⁸

5 Zu nennen sind z. B. die Angebote von wevalue.ch, PwC eValuation oder valutico.com.

6 Lobo/Bottomley (2015), S. 2.

7 Siehe bereits Axer (1932), S. 22.

8 Siehe Henselmann (2012), S. 107.

Die UEC ist Geschichte – sie wurde 1986 aufgelöst –, und auch die «UEC-Methode» wird seit 1967 in dieser Form nicht mehr vertreten.⁹ Derzeit steht – soweit erkennbar – in der Bewertungslehre niemand mehr für die theoretische Richtigkeit des Praktikerverfahrens ein.¹⁰ Zwar sind einzelne Aspekte – Substanzbezogenheit des Erfolgs, Kapitalbindung, Übergewinne und deren Gefährdung durch die Konkurrenz – durchaus anerkannt, deren methodische Verknüpfung in einer Formel jedoch zweifelhaft.

Mit dem International Valuation Standards Council (IVSC) existiert seit einiger Zeit eine Organisation, die sich – vergleichbar dem IASB auf dem Gebiet der Rechnungslegung (IFRS) – als internationaler Standardsetter im Bereich der Unternehmensbewertung versteht. Einheitlichkeit und Standardisierung sind zwar ein Wert an sich und daher ein Vorteil, allerdings ist der Siegeszug der IFRS wesentlich deren Anerkennung durch die Aufsichtsbehörden zu verdanken. Ein vergleichbarer Coup steht beim IVSC noch aus. Zu einer international harmonisierten Bewertungspraxis ist es daher noch ein langer Weg.¹¹ Bis dahin bleiben Unternehmensbewertungen «mathematics in context».¹²

Auch die anwendungsorientierte Forschung zur Bewertung von KMU ist ganz überwiegend national ausgerichtet und beleuchtet die Praxis einzelner Länder (beispielsweise für Spanien jüngst *Occhino/Maté 2018* oder Italien *Grandis/Palazzi 2015*). Im deutschen Sprachraum vergleicht *Nickl 2008* nationale und internationale Standards zur Unternehmensbewertung, geht dabei jedoch nicht auf die Bewertungspraxis oder die Besonderheiten bei KMU ein. Herausragend sind «komparative Miniaturen» von *Fleischer*, der jedoch eine rechtsvergleichende Perspektive bei der Unternehmensbewertung einnimmt. 2017 untersucht *Merdian* die berufsständischen Vorgaben in ausgewählten europäischen Ländern, jedoch unter dem Blickwinkel der Vereinheitlichung dieser Vorgaben. Neu und seit 2018 versucht die *Organismo Italiano di Valutazione* diese Lücke zu schliessen, indem im *Business Valuation Journal* grenzüberschreitend

9 Vgl. Hüttche/Schmid (2019), S. 84.

10 Helbling bezeichnet sie als «reine Kompromisslösungen, die wie jeder Kompromiss theoretisch nicht begründet werden können», Helbling (2012), S. 813. Im Übrigen merkte Käfer bereits 1946 an, «die Methode nur den Vorzug hat, das Denken zu ersparen», Käfer (1946), S. 90.

11 Vgl. Hayn (2019), S. 162.

12 Grossfeld (2001), S. 1837.

interessierende Themen in englischer Sprache veröffentlicht werden. Nationale Besonderheiten werden jedoch ausdrücklich nicht adressiert («the Journal intends to share ideas and solutions to advanced valuation problems common to different geographical areas»). *Lobo/Bottomley* haben 2015 – wie in der Einleitung bereits erwähnt – unter dem vielversprechenden Titel «Around the World in Eighty Valuations» eine Analyse vorgelegt, die jedoch nur fünf Länder abdeckt und bei der über die Grösse der jeweils bewerteten Unternehmen keine Informationen gegeben werden.

Abbildung 1 bringt diesen Kontext in einen – nicht massstabsgetreuen – Zusammenhang.¹³

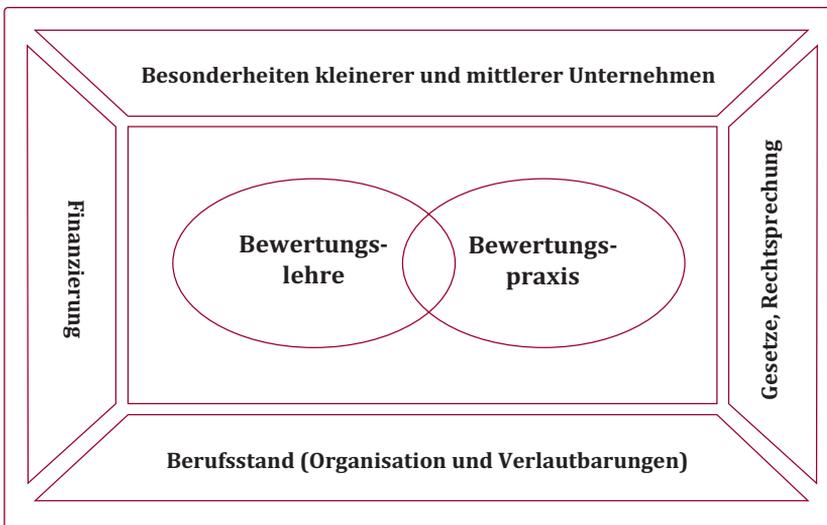


Abb. 1: Kontext der Unternehmensbewertung von KMU

Ausgeklammert werden in diesem Beitrag die Bewertungslehre, die Finanzierung und die rechtlichen Rahmenbedingungen. In der Bewertungslehre scheinen sich zumindest in der DACH-Region keine erheblichen Unterschiede zu ergeben, auch wenn die Entstehung unterschiedlichen Linien folgt. So ist die schweizerische Bewertungslehre massgeblich durch *Käfer (1989–1999)* geprägt worden. Vor allem mit seinem Werk «Zur Bewertung der Unternehmung als Ganzes» (1946) und ergänzenden Beiträgen zu «Problemen der Unternehmensbewer-

13 Zu weiteren Darstellungen vgl. Henselmann (2019), S. 101 f.

tung» (1967) sowie «Substanz und Ertrag bei der Unternehmensbewertung» (1969) schuf er deren Fundament. Dabei wurde Käfer mehr durch amerikanische Autoren beeinflusst (*Patton, Littleton, Canning* und *Vatter*) als durch seine Zeitgenossen in Deutschland (wie *Schmalenbach, Rieger* und *Kosiol*). Letztere dienten ihm als Belegstellen, aber nicht als Vorbilder. Diese Orientierung der Schweizer Bewertungslehre und -praxis, die mehr nach Westen denn nach Norden blickt, hält bis heute an.

Banken sind zwar an Unternehmensbewertungen im Kreditprozess und als Produkt interessiert, nehmen jedoch nicht erkennbar auf die Bewertungspraxis Einfluss. Banken berechnen die Finanzierbarkeit eines Vorhabens anhand des Schuldendeckungspotenzials, was zumindest bei einer zukunftsorientierten Bewertung ein Nebenprodukt ist. Banken sind zwar im Transaktionsgeschäft tätig, unterhalten aber – mit wenigen Ausnahmen – keine dedizierten Bewertungsabteilungen. Für eine eigene Facharbeit hat die Branche keine Ressourcen und auch nur wenig Interesse.

Eine rechtsvergleichende Darstellung massen wir uns als Ökonomen nicht an. Über die jeweilige nationale Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung wird bereits ausführlich an anderen Stellen berichtet.¹⁴

4. Besonderheiten von KMU und Auswirkungen auf die Bewertung

Kleine und mittlere Unternehmen werden – soweit es Fragen der Rechnungslegung, Prüfung oder Förderung betrifft – quantitativ abgegrenzt. So gelten nach dem Bundesamt für Statistik Unternehmen mit weniger als 250 Beschäftigten als KMU. Auch die für eine ordentliche Revision geltenden Schwellenwerte gemäss Art. 727 OR können zur Definition eines KMU herangezogen werden. Als wirtschaftlich bedeutend – und somit als Grossunternehmen – gelten danach Unternehmen, die eine Bilanzsumme von mindestens CHF 20 Mio., einen Umsatz von mindestens CHF 40 Mio. und mehr als 250 Vollzeitstellen aufweisen. Dies entspricht zumindest bezüglich der Zahl der Beschäftigten auch den jeweiligen nationalen Regelungen in Deutschland und Österreich. Bei Bilanzsumme und Umsatzerlösen divergieren hingegen die dortigen Festlegungen.

¹⁴ Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato (2018), S. 319 ff.; Fellner (2017), S. 195 ff.

Sofern es die Bewertung von KMU betrifft, mögen deren Umsatzerlöse und Bilanzsumme zwar für das Ergebnis der Bewertung relevant sein, aber nicht für das Verfahren. Es gibt keine besonderen Bewertungsverfahren für KMU, hingegen sind deren Besonderheiten bei der Bewertung zu berücksichtigen. Auch bilanzrechtlich als «gross» qualifizierende Unternehmen können KMU-typische Merkmale aufweisen, die dann entsprechend zu berücksichtigen sind.

Typisch für KMU ist die besondere Personenbezogenheit der Unternehmen. Diese betrifft die Vermögensstruktur (Abgrenzung von betrieblichem und privatem Vermögen unter Berücksichtigung stiller Reserven), die Finanzierung (kein Zugang zu einem organisierten Kapitalmarkt und bevorzugte Eigenfinanzierung) sowie insbesondere die häufig nur eingeschränkt übertragbare Ertragskraft. Weiter sind die Verknüpfung von Eigentümerschaft und Management hervorzuheben und die im Vergleich zu grossen Unternehmen geringere Datenqualität. Schliesslich ist festzustellen, dass gerade Kleinstunternehmen häufig als Einzelunternehmen betrieben werden, deren Zahlenwerk mehr steuerlich getrieben ist, als dies bei Kapitalgesellschaften der Fall ist. Kennzeichnend ist weiter, dass für Anteile an KMU kein liquider Markt besteht.

Die Einschätzung dieser Besonderheiten und die Vorschläge zu deren Berücksichtigung bei der Bewertung weisen in allen drei Ländern in ähnliche Richtungen.¹⁵ Da ihre Wiedergabe redundant erscheint, begnügen wir uns mit einer tabellarischen und alphabetischen Übersicht.¹⁶

Besonderheit	Auswirkung auf die Bewertung
Datenqualität	Eingeschränkte Aussagefähigkeit der Vergangenheitsdaten, keine oder nur rudimentäre Planungsrechnungen vorhanden. Bewertende müssen Daten kritischer hinterfragen und Planungen ggf. selber erstellen.
Diversifikation	Eigentümer von KMU sind in der Regel nicht breit diversifiziert. Inwieweit dies bei der Bemessung der Eigenkapitalkosten zu beachten ist, wird unterschiedlich beurteilt.

15 Für Österreich vgl. Aschauer/Bertl/Purtscher (2015), S. 189 ff., für die Schweiz Hüttche/Meier-Mazzucato (2018) und für Deutschland vgl. Ihlau/Duscha (2019).

16 Leicht angepasst entnommen aus: Hüttche/Schmid (2019), S. 1108.

Besonderheit	Auswirkung auf die Bewertung
Ertragskraft	Die mit den Eigentümern verknüpfte Ertragskraft ist nicht immer vollständig übertragbar. Bewertungsrelevant sind nur die tatsächlich übertragbaren finanziellen Überschüsse.
Finanzierung	Für das Eigenkapital und eigenkapitalähnliches Fremdkapital sind keine Marktdaten verfügbar. Kapitalkosten müssen geschätzt werden.
Kein liquider Markt	Tatsächliche oder vertragliche Verkaufsbeschränkungen sind vorhanden. Ob diese bewertungsrelevant sind, hängt vom Bewertungsanlass ab.
Verknüpfung von Eigentum und Management	Nicht angemessene Vergütungen vermengen Resultate des Arbeits- und Kapitaleinsatzes. Analyse und Planung müssen dies berücksichtigen.
Vermögensstruktur	Keine Identität von Betriebsvermögen und Bewertungseinheit. Abgrenzung und Analyse des betrieblichen Vermögens ist von grosser Bedeutung.

Tab. 1: Besonderheiten von KMU und deren Berücksichtigung bei der Bewertung

5. Berufsständische Stellungnahmen zur Bewertung von KMU in der DACH-Region

5.1 Verankerung des Berufsstands in der DACH-Region

Da es in der Regel Berufsträger sind, die Unternehmen bewerten, kommt den Stellungnahmen eben der Berufsstände eine grosse praktische Bedeutung zu. Deren Ausstrahlungswirkung hängt massgeblich von der Stellung und Position der jeweiligen Organisation ab. Bereits hier sind Unterschiede festzustellen.

Zunächst ist zu bemerken, dass «Wirtschaftsprüfer» zwar auch in Deutschland und Österreich ein Beruf ist, jedoch – anders als in der Schweiz – auch ein öffentliches Amt. Der Titel «diplomierter Wirtschaftsprüfer» ist ein eidgenössisches Diplom, das aufgrund des Bestehens einer höheren Fachprüfung vergeben wird. Das Gesetz erwähnt denn auch an keiner Stelle den Wirtschaftsprüfer, sondern nennt lediglich «Revisionsexperten» als Oberbegriff für Angehörige verschiedener Berufsgruppen, die – sofern bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind – als Abschlussprüfer zugelassen werden.

Soweit Bewertungen gesetzlich vorgesehene Vorbehaltsaufgaben sind (etwa für qualifizierte Gründungsarten wie Sacheinlagen, Sachübernahmen oder Kapitalerhöhungen sowie bei Umstrukturierungen), werden diese in der Schweiz – und auch anders als in Deutschland und Österreich – per Gesetz nicht Wirtschaftsprüfern oder anderen Berufsträgern zugewiesen, sondern Revisionsexperten. Für die Erstellung einer Fairness Opinion bedarf es einer besonderen Befähigung gemäss Art. 30 Abs. 6 Übernahmeverordnung (UEV). Auch hier gelten Revisionsgesellschaften ohne Weiteres als besonders befähigt.

Weiter ist von Bedeutung, dass es in der Schweiz – anders als in Deutschland und Österreich – kein besonders ausgeprägtes System öffentlich-rechtlich organisierter Berufskammern gibt. Die EXPERTsuisse (ehemals Treuhand-Kammer) ist ein privatrechtlich organisierter Berufsverband, dessen Verlautbarungen nur die Verbandsmitglieder binden. Gleiches gilt für die TREUHAND|SUISSE. Daneben bestehen weitere Berufsverbände, die jeweils Teilbereiche dieser Arbeitsgebiete umfassen. Die Facharbeit ist daher vergleichsweise fragmentiert und entfaltet ausserhalb der Formen eines Prüfungsstandards (PS) nur eine eingeschränkte Breitenwirkung.

5.2 Deutschland

Im Standard «Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen» (IDW S1 i. d. F. 2008) legt das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW) «vor dem Hintergrund der in Theorie, Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten» (Tz. 1). Es handelt sich dabei um einen Rahmen, innerhalb dessen die eigenverantwortliche Lösung liegt. IDW S1 ist grundsätzlich bei der Bewertung aller Unternehmen zu beachten, unabhängig von der Grösse.¹⁷

Das IDW ist ein Verein, der die Fachgebiete der Wirtschaftsprüfer sowie die Weiterentwicklung des Berufsbilds fördert und unterstützt. Dafür bietet das IDW Aus- und Fortbildung an und vertritt die Interessen des Berufsstands. Kernthemen der Arbeit sind Prüfung und Rechnungslegung, betriebswirtschaftliche und steuerliche Beratung sowie Berufs-

¹⁷ Vgl. Franken/Köller (2017), S. 167.

recht. Die Mitgliedschaft im IDW ist freiwillig, die Mitgliedschaft in der Wirtschaftsprüferkammer (WPK) für Berufsträger hingegen obligatorisch. Die WPK vertritt die berufsbezogenen Belange gegenüber der Öffentlichkeit und bringt sie dem Gesetzgeber, den zuständigen Gerichten und sonstigen Behörden gegenüber zum Ausdruck. Ziel der WPK ist es, Konflikte zu vermeiden, die eigentliche Facharbeit findet im IDW und in seinen Gremien statt.

Entsprechend finden sich auch Hinweise auf die Bewertung von KMU in einem eigenen Abschnitt des oben genannten IDW-S1-Standards unter dem Rubrum «Besonderheiten der Unternehmensbewertung». Diese «liefern für den konkreten Bewertungsfall nur wenig praktische Hilfen».¹⁸ Das IDW hat daher 2011 begonnen, offenbar häufig gestellte Fragen als «Fragen und Antworten» zu veröffentlichen, die auszugswise 2014 in den «IDW Praxishinweis: Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts kleiner und mittelgrosser Unternehmen (IDW Praxishinweis 1/2014)» integriert wurden. Die Bundessteuerberaterkammer hat diesen Praxishinweis wortgleich übernommen und ebenfalls 2014 veröffentlicht.

5.3 Österreich

Die Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer (KSW) ist die Dachorganisation für Steuerberater und Wirtschaftsprüfer in Österreich. Ihre Mitglieder sind die Spezialisten für Steuerberatung, Wirtschaftsprüfung, Buchhaltung und Bilanzen. Die KSW erfüllt eine Doppelfunktion: Sie ist in einer übertragenen Funktion eine Behörde, die für die Berufszulassung und -aufsicht verantwortlich ist, gleichzeitig als Interessenvertretung fungiert und die Facharbeit übernimmt. Entsprechend stammen die massgeblichen Ausführungen zur Unternehmensbewertung auch aus dieser Quelle.

Der Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder hat 2014 das Fachgutachten Unternehmensbewertung (KFS/BW 1) neu gefasst. Auch das KFS/BW 1 bildet einen Rahmen, in dem die fachgerechte Lösung des Einzelfalls liegen soll.

¹⁸ Peemöller (2019), S. 27.

KFS/BW 1 geht im Abschnitt «Besonderheiten bei der Bewertung bestimmter Unternehmen» auf die Bewertung von KMU ein. Kursorisch veröffentlicht der Fachsenat Empfehlungen zu ausgewählten Fragestellungen (Debt Beta, Basiszins, Marktrisikoprämie). Soweit hier Besonderheiten bei KMU vermutet werden, wird jeweils auch darauf eingegangen.

5.4 Schweiz

In der Schweiz gibt es keine Kammer für Wirtschaftsprüfer oder Wirtschaftstreuhänder. Die Facharbeit für die Treuhänder, Steuerexperten und Wirtschaftsprüfer wird von mehreren Fachorganisationen übernommen. Soweit es die Unternehmensbewertung betrifft, hat die EXPERTsuisse wohl den anerkanntesten und bedeutendsten Teil davon geleistet.

Die EXPERTsuisse geht in ihrer 2018 vollständig überarbeiteten «Fachmitteilung zur Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» auf die Bewertung von KMU ein. Zwar wird – im Unterschied zum IDW S1 und zum KFS/BW 1 – nur die Bewertung von KMU adressiert, es wird aber darauf hingewiesen, dass die Hinweise auch zur Bewertung grosser Unternehmen herangezogen werden können.¹⁹

5.5 Gemeinsamkeiten und Unterschiede

Die erwähnten Besonderheiten von KMU werden in den Stellungnahmen der drei Berufsstände in Deutschland, Österreich und der Schweiz ganz überwiegend identisch bzw. ohne wesentliche Differenzen behandelt.

Unterschiede sind hingegen bei 1) der Zulässigkeit vereinfachter Preisfindungsverfahren, 2) der Berücksichtigung persönlicher Steuern, 3) den Vereinfachungen bei der Steuermodellierung von Einzelunternehmen sowie 4) der Zulässigkeit von Zu- und Abschlägen festzustellen.²⁰

1) Während nach KFS/BW 1 auch der objektivierte Wert zumindest bei «sehr kleinen Unternehmen» durch Multiplikatoren auf Basis von Erfahrungssätzen ermittelt werden kann (Tz. 18), schliesst das IDW dies kategorisch aus (Tz. 60). Vermittelnd lässt die Schweizer Fach-

¹⁹ Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato (2018), S. 12.

²⁰ Vgl. Hüttche/Schmid (2019), S. 1110.

mitteilung auch «beobachtbare und branchenspezifische Erfahrungssätze» zu (Tz. 54). Hingegen lassen alle Berufsverbände Multiplikatoren zur Plausibilisierung der nach anderen Methoden ermittelten Bewertungsergebnisse zu.

- 2) Nach IDW S1 sind persönliche Steuern grundsätzlich zu berücksichtigen. Ausnahmsweise kann davon bei Bewertungen im Rahmen von unternehmerischen Initiativen abgesehen werden (mittelbare Typisierung, Tz. 30 und 45). Liberaler steht dazu das KFS/BW 1, das es «in der Regel als zulässig erachtet, vereinfachend auf die Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern [...] zu verzichten» (Tz. 34). Die Schweizer Fachmitteilung sieht hingegen von der Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern grundsätzlich ab, was der Schweizer Bewertungspraxis entspricht.²¹
- 3) Einzelunternehmen sind in der DACH-Region die zahlenmässig wohl häufigste Rechtsform. Bei der Modellierung von deren Steuerbelastung zeigen sich Unterschiede: IDW S1 bezieht in Abhängigkeit vom Bewertungsanlass neben den Unternehmenssteuern auch die Steuern auf Eigentümerebene (ggf. als typisierten Satz) ein (Tz. 47 und 58). Ähnlich tritt auch bei der Schweizer Fachmitteilung die persönliche Steuer an die Stelle der betrieblichen Steuer. Nach KFS/BW 1 wird weitergehend die für Kapitalgesellschaften geltende Ertragssteuerbelastung zugrunde gelegt (Tz. 86). Auf die persönliche Ertragsteuer kann in diesem Fall verzichtet werden.
- 4) Sogenannte «size premia» sind in der Schweizer Bewertungspraxis verbreitet, und so lässt auch die Fachmitteilung diese – wie andere Zu- und Abschläge – zu, weist jedoch darauf hin, dass sie «theoretisch umstritten und empirisch wenig abgestützt sind» (Tz. 117).²² Demgegenüber lehnt das IDW jegliche Zu- und Abschläge auch bei der Bewertung von KMU ab. KFS/BW 1 geht auf diese Frage nicht ausdrücklich ein. Die 2007 herausgegebene Empfehlung zur Berücksichtigung der fehlenden Liquidität («allfälliges Mobilitätsrisiko») lautete, mögliche Effekte nur bei absehbar begrenzter Haltedauer – und auch dann nur bei den finanziellen Überschüssen – zu berücksichtigen.

²¹ Vgl. Hüttche (2012), S. 208 ff.

²² Vgl. Hüttche/Schmid (2020), S. 940 ff.

6. Bewertungspraxis

6.1 Bewertungsmethoden

So wie es keine besonderen Bewertungsmethoden für KMU gibt, gibt es auch keine typischen «deutschen», «schweizerischen» oder «österreichischen» Bewertungsverfahren, auch wenn Bezeichnungen wie «Stuttgarter», «Wiener» oder etwa «Schweizer» Verfahren darauf hindeuten mögen. Die DACH-Region fischt im selben Teich der Bewertungsmethoden, der hier nur grob kartiert und in Zukunftserfolgsverfahren (DCF- und Ertragswertverfahren), Multiplikatormethoden und Mischverfahren geteilt werden soll.

Wie KMU nun tatsächlich bewertet werden, lässt sich nur sagen, wenn die Bewertungen auch zugänglich wären.²³ Solche Aussagen lassen sich bei börsennotierten Unternehmen in der DACH-Region treffen.²⁴ Bei KMU muss man sich an Befragungen orientieren. Diese liegen für Deutschland, Österreich und die Schweiz vor, erheben aber jeweils nur die nationalen Verhältnisse und sind nicht einfach miteinander vergleichbar. Nimmt man drei Untersuchungen jüngerer Datums für die drei Länder zur Hand, ergibt sich jedoch zumindest bezüglich der Bewertungsmethoden ein weitgehend einheitliches Bild: Führend sind DCF- und Ertragswertverfahren, gefolgt von Multiplikator- und Mischverfahren, also einer Verbindung von Ertrags- und Substanzwert.²⁵

6.2 Besonderheiten

Zunächst ist auf begriffliche Besonderheiten hinzuweisen. In Deutschland und Österreich wird unter dem «Ertragswertverfahren» eine Methode verstanden, welche die dem Unternehmenseigner zufließenden finanziellen Überschüsse ermittelt.²⁶ Unter identischen Annahmen führt dieses Verfahren zu identischen Werten wie das DCF-Verfahren. Ein so verstandenes Ertragswertverfahren ist in der Schweiz wenig bekannt und nicht gebräuchlich.²⁷ Dort wird unter dem Ertragswertverfahren eine

23 Vgl. Henselmann (2019), S. 99.

24 Für die Schweiz etwa Hüttche (2012), S. 208 ff., für Deutschland Beumer (2019), S. 763 ff.

25 Für Deutschland vgl. Homburg/Lorenz/Sievers (2011), S. 120 f., für Österreich Nadvornik/Sylle (2012), S. 12, und für die Schweiz Hörler (2018).

26 Vgl. Franken/Köller (2017), S. 168 f.

27 Vgl. Hüttche (2017), S. 190.

ewige Fortschreibung des bereinigten und gewichteten oder durchschnittlichen Gewinns vergangener Perioden verstanden. Dass dies nur zufällig zu denselben Werten führen kann wie ein DCF-Verfahren, liegt auf der Hand.

Eine weitere für die Bewertungspraxis in der DACH-Region bedeutende Besonderheit sind die Empfehlungen zu den Kapitalkosten. Schon bei kotierten Unternehmen ist deren Schätzung komplex. Aussenstehende – etwa KMU-Unternehmer – erinnert es mitunter an «Voodoo». Die Kapitalkosten werden von diesen häufig allein als Ventil verstanden, um den berechneten Wert an das gewünschte Ergebnis heranzuführen. Diese pragmatische Ansicht steht im scharfen Kontrast zur ausdauernd und mit eleganter Klinge geführten Diskussion der (akademischen) Bewertungspraxis.

Dass die Kapitalmarkttheorie – namentlich das CAPM – auch bei der Bewertung von KMU «Best Practice» ist, wird in den genannten berufsständischen Empfehlungen einheitlich vertreten. Alternativ lässt die Schweizer Fachmitteilung recht allgemein formuliert eine subjektive Schätzung der Kapitalkosten zu (Tz. 103). Das KFS/BW 1 wird hier konkreter und schlägt Renditeerwartungen auf Basis von individuellen Verhältnissen des Bewertungsobjekts vor (Tz. 113). Zurückhaltend ist hingegen das IDW, das gutachterliche Anpassungen des unternehmensspezifischen Risikozuschlags nur dann für zulässig hält, wenn das Risikoprofil des Bewertungsobjekts mittels der Betafaktoren von Peer-Group-Unternehmen nicht angemessen erfasst werden kann.

Doch auch hier gilt: Freiheit und Verantwortung gehören zusammen. Auch im eigenen Ermessen und subjektiv geschätzte Kapitalkosten müssen verteidigt werden können, was gerade KMU-Bewerter wieder den sicheren Hafen der berufsständischen Empfehlungen ansteuern lässt. Hier wird in Deutschland, Österreich und der Schweiz technisch unterschiedlich vorgegangen: Während das IDW Empfehlungen zum Basiszinssatz und zur Marktrisikoprämie veröffentlicht, gibt die KSW nur eine Empfehlung für die Marktrendite ab, aus dem der Korridor für die Marktrisikoprämie durch Abzug des Basiszinssatzes stichtagsbezogen errechnet werden kann.²⁸ Die EXPERTsuisse wählt einen vermittelnden Weg: Sie

28 Vgl. Rabel (2018), S. 3.

empfiehlt Bandbreiten für den risikofreien Zins und die Marktrisikoprämie, verbunden mit dem Hinweis, dass beide Parameter mit Blick auf eine summarisch belastbare Markttrendite zu setzen sind.

Mit Hinweisen zu Betafaktoren sieht es hingegen mager aus. Dies ist umso bedauerlicher, als sich die Praxis gerade hier schwertut. Lediglich die EXPERTsuisse schlägt für die Schweiz zumindest eine Bandbreite zwischen 0,5 und 1,5 vor. Die in Österreich und Deutschland sporadisch veröffentlichten «KMU-Betafaktoren» sind zwar eine gute Orientierung, ersetzen aber keine eigene Analyse.

6.3 Vereinfachende Bewertungsverfahren

6.3.1 Empfehlungen anderer Organisationen zur Bewertung von KMU

Die gegen kapitalmarktorientierte Verfahren vorgebrachten Argumente sind in der DACH-Region identisch. Befürchtet werden Probleme bei der praktischen Umsetzung und der Akzeptanz der Ergebnisse: Die Rechenmodelle seien komplex, die Annahmen realitätsfern und die Ergebnisse notorisch zu hoch.²⁹ Die in allen drei berufsständischen Stellungnahmen gegebenen Hinweise zu «tax shields», «debt beta» und Restwertmodellierung führen im KMU-Umfeld zu mehr Unruhe als Klarheit.

KMU-Bewerter – die nicht notwendigerweise Berufsträger sein müssen – wagen daher «möglicherweise einen Alleingang – basierend auf in der Literatur verfügbaren Beiträgen zur KMU-Bewertung».³⁰ Allerdings sollten auch diese nicht möglichst originell, sondern vor allem akzeptiert sein. Naheliegend sind daher Verlautbarungen anderer Vereinigungen der beratenden Berufe, branchenübliche Bewertungsverfahren oder, vor allem wenn es um steuerlich relevante Bewertungen geht, die von der Finanzverwaltung propagierten Verfahren.

Hier sind zunächst die «Hinweise zur Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen» zu nennen, die 2014 in Deutschland vom Arbeitskreis Unternehmensbewertung des Vereins wp.net e. V. – Verband für die mittelständische Wirtschaftsprüfung – herausgegeben wurden.³¹ Nament-

29 Stellvertretend Aschauer/Bertl/Purtscher, (2015) S. 191.

30 Aschauer/Bertl/Purtscher (2015), S. 191.

31 Vgl. Weckerle (2019), S. 461 ff.

lich werden dort die als ungeeignet empfundenen Hinweise des IDW aufgegriffen und eigene Vorschläge gemacht, darunter u. a.:

- 1) An die Stelle einer integrierten Planung im Phasenmodell tritt die ewige Fortschreibung eines bereinigten, gewichteten durchschnittlichen Ergebnisses der letzten drei bis fünf Jahre.
- 2) Der Basiszins wird aus dem Durchschnittszins für risikolose Anlagen der letzten 15 bis 30 Jahre abgeleitet. Für die Marktrisikoprämie wird 2014 eine Bandbreite von 4 bis 6% empfohlen und in der Folge eine Orientierung am IDW/FAUB.
- 3) Für das «individuelle unternehmerische Risiko» sind Zuschläge zugelassen, ebenso ein «size premium». Die insgesamt möglichen Zuschläge werden in einer Bandbreite von 2 bis 14% gesehen.
- 4) Steuern der Anteilseigner werden nicht berücksichtigt. Bezüglich der Unternehmenssteuern wird die «Rechtsformneutralität» der Bewertung durch Ansatz einer «fiktiven Ertragssteuer von 16%» angestrebt. Bei Freiberuflerpraxen wird empfohlen, ohne Berücksichtigung von Steuern zu rechnen.

Zweifellos vereinfachen diese Empfehlungen die Bewertung von KMU. Ob sie akzeptiert werden und im Konfliktfall verteidigbar sind, bleibt abzuwarten. Vergleichbare Absetzbewegungen sind jedenfalls im Berufsstand Österreichs und der Schweiz nicht erkennbar.

Als Beispiel für ausserhalb des Berufsstands entwickelte Hinweise kann der «Standpunkt Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» des Bundesverbands öffentlich bestellter und vereidigter sowie qualifizierter Sachverständiger e. V. (BVS) genannt werden, der nach eigenen Angaben bundesweit mitgliedsstärksten Vereinigung öffentlich bestellter und vereidigter sowie qualifizierter Sachverständiger.³²

Bemerkenswert ist dieser Standpunkt in dreierlei Hinsicht:

- 1) In Abhängigkeit von der Grösse des Unternehmens und der Übertragbarkeit der Ertragskraft werden unterschiedliche Bewertungsmethoden vorgeschlagen.

³² Vgl. BVS, Fachbereich Betriebswirtschaft, Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), BVS Standpunkt 11/2017.

- 2) Das sogenannte modifizierte Ertragswertverfahren wird bei kleinen Unternehmen als Regelverfahren vorgeschlagen und bei mittleren Unternehmen zumindest in den Fällen, in denen eine «überwiegende» bis «starke Inhaberprägung» festzustellen ist. In anderen Fällen wird eine weitgehend dem IDW S1 entsprechende Ertragswertmethode empfohlen.
- 3) Bei kleinen und inhabergeprägten mittleren Unternehmen wird ein «Ergebniszeitraum» von ein bis zehn Jahren als «Orientierungsparameter» vorgeschlagen. An dessen Ende steht dann kein Fortführungswert, sondern ein vorsichtig geschätzter Liquidationswert.

Soweit der «Standpunkt» auf das Ertragswertverfahren im Sinne des IDW S1 referenziert, werden dessen Ausführungen in eher allgemeiner Form wiederholt, ohne aber wesentliche Erleichterungen zu gewähren. Bemerkenswert sind die Ausführungen zum «modifizierten Ertragswertverfahren». Man mag die Ausführungen zur Bedeutung des Substanzwerts nicht teilen, aber das Motiv – nämlich die schwindende übertragbare Ertragskraft zu berücksichtigen – ist gerade bei der Bewertung von KMU berechtigt. Die vom IDW angestossene Diskussion um das «Abschmelzen» der Ertragskraft führt derzeit in Deutschland, Österreich wie der Schweiz zu einer Renaissance von Übergewinnverfahren.³³

6.3.2 Branchenübliche Bewertungsverfahren

Die wohl umfangreichste Zusammenstellung branchenüblicher Bewertungsverfahren der DACH-Region stammt vom Bayerischen Landesamt für Steuern und beschreibt Bewertungsmethoden für 30 Betriebstypen in Industrie, Dienstleistung, Handel, Logistik und Handwerk.³⁴ Da – so das Landesamt – auch «solche Methoden nicht vom Himmel fallen, sondern von branchenkundigen Betriebswirten zur Bewältigung von Bewertungsaufgaben» entwickelt wurden, erstaunt es nicht, dass sich bei Industrieunternehmen wie Kfz-Zulieferern, Anlagenbauern oder Brauereien die allgemein – und nicht nur branchenüblichen Methoden der Unternehmensbewertung finden, eben DCF- und Ertragswertverfahren sowie Multiplikatoren. Versteht man unter «branchenüblich» eine ausdrückliche Empfehlung des jeweiligen Berufsverbands, so verkleinert sich das

33 Für Deutschland etwa Thees/Sulek (2018), S. 1963 ff., für Österreich Aschauer/Bertl/Purtscher (2015), S. 198, für die Schweiz Hüttche/Schmid (2019), S. 87.

34 Bayerisches Landesamt für Steuern vom 28.2.2013 – S 3224.1.1 – 1/6 St 34.

Feld auf die Steuerberater, Rechtsanwälte, Ärzte, Psychotherapeuten sowie Handwerksbetriebe und Taxiunternehmen.

Dass ein Verfahren «branchenüblich» ist, mag seiner Akzeptanz dienen. Dennoch muss auch hier der Bewertungszweck beachtet werden. Aus institutioneller Perspektive ist den Branchenverbänden ein eigenes Interesse an einem gesunden Betriebsbestand seiner Mitglieder und der Förderung erfolgreicher Betriebsübernahmen zu unterstellen.³⁵ Daher sind diese Methoden allenfalls bei «freien» Bewertungen im Rahmen der Beratungsfunktion einsetzbar oder aus steuertaktischen Gründen. Zur Ermittlung von Schiedswerten oder bei rechtlich erforderlichen Bewertungen (Güter-, Erb- und Gesellschaftsrecht) scheiden sie aufgrund ihrer systematischen Parteilichkeit aus. Dies gilt für alle von Branchenverbänden in der DACH-Region selbst entwickelten Verfahren.

6.3.3 Steuerliche Bewertungsverfahren

Die Finanzverwaltungen der DACH-Region haben jeweils eigene, für steuerliche Zwecke relevante Bewertungsverfahren entwickelt. Die Reichweite der Verfahren ist über die einzelnen Steuerarten hinweg unterschiedlich: Das «vereinfachte Ertragswertverfahren» i. S. d. §§ 200 ff. BewG wurde in Deutschland zwar für Zwecke der Erbschaftsteuer entwickelt, ist aber mittlerweile auch für Zwecke der Ertragsteuern das Regelverfahren.³⁶ Für die Schweiz wurde in einem Kreisschreiben – also einer Verwaltungsanweisung – für die Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen ein Verfahren entwickelt, das auch ausserhalb des Steuerrechts beliebt und als «Praktikerverfahren» bekannt ist.³⁷ Dieses ist für die Vermögenssteuer verbindlich vorgesehen, aber auch in anderen Fällen verbreitet. Das «Wiener Verfahren» ist im Bewertungsgesetz angesiedelt und gilt für alle Sachverhalte, soweit nicht in anderen Steuergesetzen besondere Bewertungsvorschriften enthalten sind.³⁸

35 Vgl. Buchner/Friedl (2019), S. 323 f.

36 Vgl. Kowanda (2017), S. 43 f. mit Verweis auf BMF vom 22.9.2011, BStBl I, 859.

37 Vgl. ESTV, Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer vom 28.8.2008, Kreisschreiben Nr. 28.

38 Vgl. Erlass des BM für Finanzen vom 13.12.1996 – Z 08 1037/1-IV/8/96: Richtlinien zur Ermittlung des gemeinen Wertes von inländischen nicht notierten Wertpapieren und Anteilen (Wiener Verfahren 1996), AÖF 1996/189.

Die drei steuerlichen Bewertungsverfahren haben folgende Gemeinsamkeiten:

- 1) Die finanziellen Überschüsse entsprechen den mehr oder weniger modifizierten handels- oder steuerrechtlichen Gewinnen der letzten zwei oder drei Geschäftsjahre.
- 2) Einer zum Bewertungsstichtag erkennbar veränderten Ertragslage kann nicht oder nur in sehr engen Grenzen Rechnung getragen werden.
- 3) In Form von Erlassen, Richtlinien und Kreisschreiben veröffentlichen die Finanzverwaltungen umfangreiche und durch ergänzende Hinweise und Kommentare aktualisierte Hilfestellungen zur Berechnung.
- 4) Die für die Bewertung relevanten Kapitalkosten werden in der Schweiz verbindlich als Prozentsatz, in Deutschland als Vervielfältiger und in Österreich als feste Kapitalverzinsung vorgegeben.

Dies ist wenig erstaunlich, da für steuerliche Massenverfahren taugliche Methoden einfach, transparent und wenig streitanfällig sein sollen. Dies ist für KMU-Bewerter Segen und Fluch zugleich.³⁹ Denn es liegt auf der Hand, dass diese Art von Bewertungen vergleichsweise günstig ist. Sie sind auch «richtig» – nicht nur «plausibel» –, da man sich auf dem festen Boden vergangener Jahresabschlüsse befindet. Auf der anderen Seite können die steuerlichen Verfahren die Besonderheiten von KMU häufig nicht sachgerecht abbilden. Für KMU-Bewerter und ihre Kunden ist es also ein Abwägen zwischen Preis (der Bewertung) und Wert (des Unternehmens).

7. Fazit

Besonderheiten von KMU führen zu Eigenheiten bei ihrer Bewertung. Die berufsständischen Stellungnahmen in der DACH-Region adressieren diese, geben aber unterschiedliche Empfehlungen, was zu unterschiedlichen Bewertungen führen kann (Steuermodellierung, Kapitalkosten, Zu- und Abschläge). Ob Bewertungen nach den Empfehlungen anderer Verbände akzeptiert und verteidigt werden können, bleibt abzuwarten. Vorsicht ist bei branchenüblichen und steuerlichen Bewertungsverfahren geboten. Diese sind einfach, aber naturgemäss parteiisch.

³⁹ Vgl. Erb/Regierer/Vosseler (2018), S. 175.

Literaturverzeichnis

- Aschauer, Ewald/Bertl, Romuald/Purtscher, Victor** (2015): Die Bewertung von KMU unter Berücksichtigung des neuen Fachgutachtens KFS/BW 1, in: Feldbauer-Durstmüller/Janschek (Hrsg.): Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen 2015.
- Axer, Ernst** (1932): Der Verkaufswert industrieller Unternehmungen unter besonderer Berücksichtigung des ideellen Firmenwertes (Goodwill), Berlin 1932.
- Beumer, Jochen** (2019): Empirische Analyse von Bewertungen bei gesellschaftsrechtlichen Anlässen in 2010–2018, in: Peemöller (Hrsg.): Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 7. Aufl. 2019.
- Buchner, Markus/Friedl, Gunther** (2019): Die relative Schätzgüte des vereinfachten Ertragswertverfahrens – Eine empirische Analyse unter Berücksichtigung des AWH-Standards, in: BFuP 2019, S. 295–328.
- BVS**, Fachbereich Betriebswirtschaft, Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), BVS Standpunkt 11/2017.
- Erb, Thoralf/Regierer, Christoph/Vosseler, Christina** (2018): Bewertung bei Erbschaft und Schenkung, München 2018.
- Erlass des BM für Finanzen** vom 13.12.1996–Z 08 1037/1–IV/8/96: Richtlinien zur Ermittlung des gemeinen Wertes von inländischen nicht notierten Wertpapieren und Anteilen (Wiener Verfahren 1996), AÖF 1996/189.
- ESTV**, Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer vom 28.8.2008, Kreisschreiben Nr. 28.
- Fleischer, Holger** (2019): Unternehmensbewertung im Spiegel der Rechtsvergleichung, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.): Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019.
- Franken, Lars/Köller, Stefan** (2017): IDW S1 – Vergleichende Darstellung im Hinblick auf den KFS/BW 1, in: Kranebitter/Maier (Hrsg.): Unternehmensbewertung für Praktiker, 3. Aufl. 2017.
- Grandis, Fabio Giulio/Palazzi, Federica** (2015): The valuation of small and medium-sized enterprises, Piccola Impresa/Small Business (2).
- Grossfeld, Bernhard** (2001): Internationale Unternehmensbewertung, in: BB 2001, S. 1836–1847.

- Hayn, Sven** (2019): Internationale Unternehmensbewertung im Kontext der Standard Setter, in: Peemöller (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl. 2019.
- Helbling, Carl** (2012): Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, in: Peemöller (Hrsg.): Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 5. Aufl. 2012.
- Henselmann, Klaus** (2019): Geschichte der Unternehmensbewertung, in: Peemöller (Hrsg.): Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 7. Aufl. 2019.
- Homburg, Carsten/Lorenz, Michael/Sievers, Sönke** (2011): Unternehmensbewertung in Deutschland: Verfahren, Finanzplanung und Kapitalkostenermittlung, in: ZfCM 2011, S. 119–130.
- Hörler, Valentin** (2018): Anwendung von Unternehmensbewertungs- und Investitionsrechnungsmethoden bei Schweizer Unternehmen, Masterthesis, FH St. Gallen, 2018.
- Hüttche, Tobias** (2012): Zur Praxis der Unternehmensbewertung in der Schweiz, in: DST 2012, S. 208–219.
- Hüttche, Tobias** (2017): Unternehmensbewertung in der Schweiz, in: Kranebitter/Maier (Hrsg.): Unternehmensbewertung für Praktiker, 3. Aufl. 2017.
- Hüttche, Tobias** (2020): KMU-Bewertung in der DACH-Region, in: BB 2020, S. 1193–1197.
- Hüttche, Tobias/Meier-Mazzucato, Giorgio** (2018): Unternehmensbewertung und Rechtsprechung, in: Anwaltsrevue 2018, S. 319–325.
- Hüttche, Tobias/Meier-Mazzucato, Giorgio** (2018): Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, 2018.
- Hüttche, Tobias/Schmid, Fabian** (2019): Besonderheiten bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), in: Peemöller (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl. 2019.
- Hüttche, Tobias/Schmid, Fabian** (2019): Pragmatisch, einfach, gut – DCF-Bewertung von KMU, in: TREX 2019, S. 78–85.
- Hüttche, Tobias/Schmid, Fabian** (2020): Darf es etwas mehr sein? Theorie und Praxis der Zu- und Abschläge bei der Bewertung von KMU, in: EF 2020, S. 940–951.

Ihlau, Susann/Duscha, Hendrik (2019): Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, 2. Aufl. 2019.

Käfer, Karl (1946): Zur Bewertung der Unternehmung als Ganzes, in: Rechnungsführung in Unternehmung und Staatsverwaltung, Festgabe Otto Juzzi, 1946, S. 71–98.

Kowanda, Markus (2017): Vereinfachtes Ertragswertverfahren, München 2017.

Lobo, Prem M./Bottomley, Matt (2015): Around The World in Eighty Valuations, 2015.

Merdian, Angelika (2017): Zur Vereinheitlichung des europäischen Prüfungsmarkts am Beispiel der Unternehmensbewertung, Springer-Verlag.

Nadvornik, Wolfgang/Sylle, Fabian (2012): Eine empirische Untersuchung zur Anwendungshäufigkeit von Unternehmensbewertungsverfahren in Österreich, in: RWZ 2012, S. 12–24.

Nicklas, Jörg (2008): Vergleich nationaler und internationaler Standards der Unternehmensbewertung, Dissertation, Technische Universität Chemnitz.

Occhino, Paolo/Maté, Mariluz (2018): Valuation of small to medium sized companies using spatial information: An empirical example from the fruit subsector, in: Spanish Journal of Agricultural Research, 16(4), S. 2.

Peemöller, Volker H. (2005): Bewertung von Klein- und Mittelbetrieben, in: BB 2005, S. 30–38.

Peemöller, Volker H. (2019): Anlässe der Unternehmensbewertung, in: Peemöller (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl. 2019.

Rabel, Klaus (2018): Empfehlungen KWS/BW I E7 zu Basiszins und Marktrisikoprämie in: BewP 2018, S. 3–8.

Schmid, Fabian/Hüttche, Tobias (2019): Bestimmung der Kapitalkosten in der Praxis in: EF 2019, S. 268–285.

Thees, Alexander/Sulek, Vivienne (2018): Berücksichtigung von Übergewinnen bei der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen, in: BB 2018, S. 1963–1967.

Weckerle, Thomas (2019): Die wp.net Hinweise für die Bewertung von KMU, in: Tönnies (Hrsg.): Unternehmensbewertung, FS für Grossfeld, 2019.

