

AKTUELLES ZUR UNTERNEHMENSBEWERTUNG IN DER DACH-REGION

Eine Standortbestimmung der berufsständischen Verlautbarungen

Die Unternehmensbewertung in Deutschland, Österreich und der Schweiz befindet sich im Wandel, wobei die drei Länder unterschiedliche Schwerpunkte setzen. Dieser Beitrag zeigt den aktuellen Stand auf und geht auf Konsequenzen für die Bewertungspraxis ein.

1. VORBEMERKUNGEN

Die Regeln der Unternehmensbewertung in der DACH-Region sind in Bewegung: In der Schweiz ist bereits 2022 die «Fachmitteilung Unternehmensbewertung» (FM UBW) veröffentlicht worden. In Österreich wurde Ende 2025 die finale Fassung des KFS/BW 1 vorgestellt und in Deutschland liegt der Entwurf zur Neufassung des IDW S 1 vor.

2. VERLAUTBARUNGEN ZUR UNTERNEHMENSBEWERTUNG IN DER DACH-REGION

Während die Rechnungslegung in der EU erkennbar harmonisiert ist, sind entsprechende Bemühungen bei der Unternehmensbewertung schon früh aufgegeben worden. Unternehmensbewertung ist eine nationale Angelegenheit, mit der sich in erster Linie die berufsständischen Organisationen befassen. In der Schweiz ist dies Expertsuisse, in Deutschland das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) und in Österreich die Kammer der Steuerberater:innen und Wirtschaftsprüfer:innen (KSW).

Alle Organisationen haben fachliche Verlautbarungen herausgegeben, die sich aber in ihrer Bezeichnung und Bindungswirkung unterscheiden: Der IDW S 1 (Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen) ist ausdrücklich ein «Standard», der auch von der Rechtsprechung als Leitmeinung der Unternehmensbewertung in Deutschland anerkannt wird [1]. Die FM UBW ist in formaler Hinsicht kein Standard, sondern eine Empfehlung. Allerdings

besteht «die Vermutung, dass eine der Fachmitteilung entsprechende Unternehmensbewertung auch ordnungsmässig ist» [2]. Das «Fachgutachten» KFS/BW 1 (Unternehmensbewertung) [3] nimmt in Österreich eine vergleichbare Stellung wie der IDW S 1 in Deutschland ein und gilt als zentrale Referenz für die ordnungsgemässen Durchführung von Unternehmensbewertungen.

Während Expertsuisse bereits 2022 die überarbeitete FM UBW veröffentlicht hat, haben das IDW und die KSW Ende 2024 zunächst Entwürfe der Neufassungen vorgelegt. Ende 2025 wurde vom KSW die finale Fassung des österreichischen Fachgutachtens verabschiedet. Das IDW ist zum Zeitpunkt der Einreichung dieses Beitrags noch in Beratung. Die Autoren gehen auf praktisch bedeutsame Unterschiede der aktuellen Fassungen (Schweiz und Österreich) und des Entwurfs [4] (Deutschland) ein und referieren insoweit einen Zwischenstand [5]. Auf die finale Fassung des IDW S 1 wird in einem Folgebeitrag eingegangen.

3. WERTBEGRIFFE UND WERTKONZEPTE

Es gibt nicht den einen Unternehmenswert, sondern nur den jeweils zweckmässigen. Der jeweilige Bewertungszweck ergibt sich aus dem Bewertungsanlass. Solche Anlässe sind vielfältig und ebenso vielgestaltig sind die Versuche ihrer Systematisierung. Diese sind mehr als nur ordnender Natur, da sich aus der Unterscheidung zwischen sog. dominierten und nicht dominierten Bewertungsanlässen auch die Be-



TOBIAS HÜTTCHE,
 PROF. DR., CVA,
 WIRTSCHAFTSPRÜFER,
 STEUERBERATER (D),
 INSTITUT FÜR FINANZ-
 MANAGEMENT,
 HOCHSCHULE FÜR
 WIRTSCHAFT FHNW



MARKUS PATLOCH-KOFLER,
 DR., CVA, UNIVERSITÄTS-
 ASSISTENT POST DOC,
 INSTITUT FÜR
 ACCOUNTING & AUDITING,
 WIRTSCHAFTSUNIVERSITÄT
 WIEN

gründung für unterschiedliche Wertkonzepte (subjektiver und objektivierter Wert) ergibt [6]. Weiter wird aus Bewertungszweck und -konzept auch auf die Funktion des Bewerters geschlossen.

In diese (bisherigen) Grundwahrheiten der Bewertungslehre ist Bewegung gekommen. Bereits 2022 hat Expertuisse das Konzept des «objektivierten Werts» aufgegeben und spricht lediglich von einer «objektivierenden Bewertung», als «eine[r] dem jeweiligen Bewertungszweck entsprechende[n] Wertermittlung» [7], bei der ein «von den individuellen Wertvorstellungen unabhängiger Wert ermittelt wird» [8]. Die Anpassung hat pragmatische Gründe: Einmal fremdelte die Schweizer Bewertungspraxis erkennbar mit dem aus Deutschland kommenden «objektivierten Wert». Zum anderen wird in der Schweiz der «Verkehrswert» am häufigsten gesucht. Dieser wird nun in der Fachmitteilung definiert und seine Berechnung in der ergänzenden Kommentierung erläutert [9]. Dies hilft in der praktischen Arbeit mehr als rein konzeptionelle Überlegungen. Ebenso pragmatisch wird festgehalten, dass Bewertende stets als Sachverständige tätig sind und sich ihre Funktion (neutraler Gutachter, Schiedsgutachter, Berater) aus dem jeweiligen Auftragsverhältnis ergibt [10].

Das KFS/BW 1 nennt hier dieselben Funktionen und sieht vor, diese «unter Berücksichtigung der Gegebenheiten des Bewertungsanlasses» [11] festzulegen. Während die FM UBW aber nur den Verkehrswert (als Marktwert und diesen wiederum als potenziellen Marktpreis) definiert, geht das KFS/BW 1 weiter. Neu – und als wohl wesentlichste Änderung im Vergleich zur alten Fassung des Fachgutachtens – wird dort eine Systematik von Wertmaßstäben eingeführt, die unterschiedlichen Wertkonzepten zugeordnet werden. Allen Wertkonzepten gleich ist dabei der Umstand, dass sie inter subjektiv nachvollziehbar sein müssen.

Innerhalb dieser Wertkonzepte wird zwischen der Perspektive eines abstrakten (objektivierte Wertmaßstäbe) und eines konkreten Bewertungssubjekts (subjektive Wertmaßstäbe) unterschieden. Erstere differenzieren je nach geplantem Engagement zwischen dem objektivierten Wert (Bewertungsobjekt soll gehalten werden) und dem neu eingeführten Marktwert (Bewertungsobjekt soll veräussert werden) [12]. Diese Unterscheidung hilft auf den ersten Blick bei der praktischen Arbeit, da mit der gedachten Veräußerung auch alle mit der bisherigen Eigentümerschaft verbundenen Aspekte «marktbezogen» zu beantworten sind. Dies betrifft die übertragbare Ertragskraft, die Kapitalstruktur, die Planung etc. bis hin zur Berücksichtigung von Transaktionskosten [13]. Auf den zweiten Blick zeigt sich aber auch der Pferdefuss, denn wie das Fungibilitätsrisiko oder ein Minderheitszuschlag objektiviert werden kann, bleibt offen. Dies ist umso bedeutsamer, als vermutlich auch in Österreich der Marktwert die am häufigsten benötigte Wertart sein wird.

Die Einführung des Marktwerts ist die zentrale und interessanteste Neuerung im KFS/BW 1. Denn bislang war der Anwendungsbereich des objektivierten Unternehmenswerts enorm. Reflexartig war er bei nahezu jedem Bewertungsanlass der gesuchte – und zu findende – Wert. Da aber «one fits all» bei Unternehmensbewertungen nicht funk-

tioniert, waren Anpassungen für die einzelnen Zwecke erforderlich [14].

Der Entwurf des neuen Standards IDW S 1 (IDW ES 1) wählt zunächst einen von der Schweiz und Österreich abweichen den Weg, indem sich die Funktion des Bewertenden aus dem Umfang der vorgenommenen Plausibilitätsbeurteilungen ergibt. Bei einer Gutachterin oder einem Gutachter fällt diese Plausibilitätsbeurteilung «vollumfänglich» aus, bei neutralen Sachverständigen «ausreichend» [15]. Bei Beraterninnen oder Beratern entfällt diese Beurteilung vollständig.

Der bisherige Zusammenhang zwischen Wertkonzept und Funktion wird damit zwar aufgegeben, das Wertkonzept ergibt sich jedoch weiterhin aus dem Bewertungsanlass. Dabei wird der subjektive Wert faktisch abgeschafft und neu der «plausibilisierte Entscheidungswert» eingeführt [16]. Konkreter als bisher werden der Anwendungsbereich und die Perspektive des «objektivierten Wertes» erläutert, ohne jedoch konkrete Wertarten wie den Marktwert oder Verkehrswert zu definieren. Interessant ist, dass KFS/BW 1 und IDW ES 1 den objektivierten Wert jeweils aus der Perspektive eines Investors ermitteln, der «umfassend informiert» [17] ist bzw. «der über die Verhältnisse des Unternehmens und des Markts in allen für die Bewertung wesentlichen Belangen informiert ist» [18]. Während KFS/BW 1 jedoch die «finanzielle Kontrolle» [19] annimmt, geht das IDW davon aus, dass dieser «ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik» ist. Diese Unterscheidung ist wesentlich. Denn während nach KFS/BW 1 aufgrund der finanziellen Kontrolle vom am Bewertungstichtag bestehenden Unternehmenskonzept abgewichen werden kann, ist dies nach IDW ES 1 wohl nicht möglich [20].

Die Annahme eines Investors «ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik» ist bei der Bewertung von Minderheitenanteilen sicher nicht abwegig, bei der Bewertung von KMUs jedoch kritisch zu hinterfragen. Dieser Punkt wird auch in der laufenden Vernehmlassung häufig aufgegriffen (dazu Abschnitt 6).

Zusammenfassend ist festzustellen, dass sich alle Verlautbarungen internationalen Geflogenheiten annähern, allerdings mit unterschiedlichen Ergebnissen: Die Schweiz geht hier gewohnt pragmatisch vor, während Österreich mutig eine marktbezogene Bewertung formuliert. Deutschland baut die Konzeption des «objektivierten Werts» hingegen dogmatisch aus. Die praktische und grenzüberschreitende Arbeit wird das nicht einfacher machen, da bei einem «objektivierten Wert» künftig stets auf die Herkunft zu achten ist.

4. BEWERTUNGSMETHODEN

Bei den Bewertungsmethoden wird häufig zwischen Gesamtbewertungs-, Vergleichs-, Einzelbewertungs- und Mischverfahren unterschieden [21]. In den berufsständischen Stellungnahmen finden diese in der Form von DCF- und Ertragswertmethode, Multiplikatoren sowie Substanz- und Liquidationswertverfahren Erwähnung. Mischverfahren sind lediglich in der FM UBW erwähnt. Dies mit der Einschränkung, dass sie nur dann eine Alternative sind, «wenn sie zu vergleichbaren Resultaten führen wie betriebswirtschaftlich fundierte Methoden» [22], was die methodische Problematik entschärft. Interessant ist in diesem Zusammenhang die



Methodenhierarchie, also die Vorzugswürdigkeit bzw. der Ausschluss von Bewertungsverfahren.

Liberal formuliert es die Schweizer Fachmitteilung: Empfohlen wird zwar eine Bewertung auf der Basis prognostizierter finanzieller Überschüsse (DCF-Verfahren)[23]. Aber auch Multiplikatorverfahren sind für die Bewertung zulässig, sofern der Bewertungsanlass und -zweck dies zulassen und die Grundlagen für ihren Einsatz gegeben sind (Datenbasis, Vergleichbarkeit etc.). Dieser – auch von der Rechtsprechung akzeptierte – Methodenpluralismus führt in der Praxis allerdings nicht zu einer gleichrangigen Anwendung: Üblicherweise wird der mit einem «führenden» Verfahren (in der Regel DCF-Methode) ermittelte Wert mit Multiplikatoren und allenfalls einem Mischverfahren abgestützt. Ergänzend wird häufig der Substanzwert als Mindestwert ermittelt [24].

KFS/BW 1 hält weiterhin an einer bestimmten Bewertungshierarchie fest, setzt beim Marktwert jedoch andere Schwerpunkte als das klassische Vorgehen «DCF first – multiples second». Der Marktwert ist vorrangig auf Basis tatsächlich realisierter Preise abzuleiten. Dazu zählen etwa Börsenkurse, beobachtbare Transaktionspreise oder verbindliche Kaufangebote. Sie gelten als bester Hinweis darauf, welchen Preis der Markt für das Unternehmen oder den Anteil zu zahlen bereit ist.

Sind realisierte Preise nicht beobachtbar, ist der Marktwert unter gleichzeitiger Anwendung eines kapitalwertorientierten Verfahrens und eines marktpreisorientierten Verfahrens zu ermitteln [25]. Bei KMUs kann dabei vereinfachend auf Branchenmultiplikatoren abgestellt werden [26]. Bei – praktisch wohl immer festzustellenden – Differenzen zwischen beiden Verfahren ist der Marktwert «aus der ermittelten Wertbandbreite abzuleiten» [27]. Wie dies erfolgen soll (Entscheidung für ein führendes Verfahren oder Berechnung eines wie auch immer gearteten Durchschnitts) bleibt offen.

Das IDW bleibt sich bezüglich der Bewertungsmethoden laut Entwurf zunächst treu: Multiplikatorverfahren sind weiterhin nur für eine vereinfachte Preisfindung oder die Plausibilitätsbeurteilung zulässig [28]. Insofern gibt es zu DCF- und Ertragswertverfahren keine Alternative. Ob sich aus dem Nachsatz – «Multiplikatormethoden können zudem insb. im Transaktionsfeld Anwendung finden» – eine Erweiterung der Möglichkeiten ergibt, wird sich wohl im Rahmen der Beratungen über die Entwurfsfassung klären.

Für die praktische Arbeit bedeutet dies, dass der heimische Methodenkasten nicht ohne Weiteres im Ausland angewendet werden kann. Umgekehrt muss bei ausländischen Bewertungen mehr als sonst auf das Wertkonzept

und die jeweils angewendeten Methoden bzw. deren Einfluss auf das Bewertungsergebnis geachtet werden.

5. ABLEITUNG DER FINANZIELLEN ÜBERSCHÜSSE

5.1 Detailplanung. Jede Bewertung mit Zukunftserfolgsverfahren beruht auf einer Planung. Diese zeichnet die erwartete Unternehmensentwicklung vor. Klar ist, dass diese Erwartungen bei einer objektivierten Bewertung auch objektiviert werden müssen. Dazu wurde historisch das jeweilige Unternehmen bewertet «wie es steht und liegt», ein Synonym für das am Bewertungstichtag bestehende Unternehmenskonzept [29].

Laut FM UBW ist bei der Planung eine Entwicklung anzunehmen, «die bei einem ansonsten unveränderten Unternehmenskonzept realisierbar erscheint» [30]. Ähnlich lautet die entsprechende Passage in IDW ES 1, wonach «die Prognose der Zukunftserfolge ... ausgehend von dem vom Management verfolgten Geschäftsmodell mit realistischen Zukunftserwartungen» [31] erfolgen soll. Während jedoch die FM UBW für die Machbarkeit auf die Perspektive des Unternehmens abstellt, nimmt IDW ES 1 diejenige eines «umfassend informierten Eigenkapitalgebers ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik» [32] ein. Dies limitiert die Möglichkeiten, denn ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik sind strukturelle und prozessuale Veränderungen nicht umsetzbar [33].

Interessanterweise formuliert KFS/BW 1 die Planungsannahme zwar fast wortgleich als «ausgehend von dem von der Unternehmensleitung verfolgten Geschäftsmodell mit realistischen Zukunftserwartungen» [34], allerdings aus der Perspektive eines Investors mit finanzieller Kontrolle [35]. Dieser hat andere Möglichkeiten, seine Erwartungen umzusetzen. Zudem entsteht dem Bewerter u. U. die Pflicht zur Korrektur der Planungsrechnung, sofern «offenkundige Effizienzen» bestehen [36]. Deren Umfang bleibt offen. Eine Optimierung im Sinne des «highest and best use» des IFRS 13 wird allerdings zu weitgreifend sein.

Ebenfalls in der Planung zu würdigen sind personenbezogene Erfolgsbeiträge. Soweit Erfolgsbeiträge nur durch spezielle Personen erzielt werden können, sind diese gemäß KFS/BW 1 aus der Bewertung auszuscheiden [37].

Die Unterschiede zwischen Deutschland und Österreich setzen sich bei der Berücksichtigung von Synergien fort. KFS/BW 1 bezieht diejenigen Synergieeffekte ein, die aus einem am Bewertungstichtag bereits bestehenden wirtschaftlichen und/oder rechtlichen Verbund zu erwarten sind, wobei konkrete Möglichkeiten der Intensivierung dieses Verbunds unter angemessener Aufteilung der daraus zu erwartenden Synergieeffekte einzubeziehen sind. Das IDW folgt dieser Logik, geht aber insofern über diese hinaus, als auch «erwartbare Synergien» zu berücksichtigen sind, «so weit zum Bewertungstichtag die konkrete Möglichkeit und Erwartung besteht, einen solchen wirtschaftlichen Verbund neu einzugehen, zu intensivieren oder zu erweitern» [38].

Die FM UBW trifft zur Berücksichtigung von Synergien keine Aussage. Die ergänzende Kommentierung nimmt lediglich die aus IDW S 1 bekannte Unterscheidung zwischen echten und unechten Synergieeffekten auf und bezieht bei

einer objektivierenden Bewertung nur die unechten Synergieeffekte ein [39].

Im Ergebnis kann sich in Deutschland, Österreich und der Schweiz eine jeweils unterschiedliche Planung (für Bewertungszwecke) ergeben. Die Differenzen fallen ins Gewicht, wenn grenzüberschreitend Schieds- oder Einigungswerte benötigt werden, denn mit dem jeweiligen Standard wird auch die Entscheidung über die Berücksichtigung wesentlicher Wertbeiträge getroffen.

5.2 Restwert. Der quantitativen Bedeutung des Restwerts wird in den neuen Fassungen auch inhaltlich Rechnung getragen. Während der IDW S 1 in der aktuellen Fassung den «Residualwert» nur streift, hatte der österreichische Berufsstand eine eigene Empfehlung dazu herausgegeben [40]. Das dort präferierte Wertfaktorenmodell wurde nun in KFS/BW 1 integriert und wird auch in der Kommentierung zur FM UBW ausdrücklich empfohlen [41].

Der IDW ES 1 gibt den Begriff «Residualwert» auf und spricht von der Modellierung eines «nachhaltigen Ergebnisses» [42]. Der Hinweis, dass es sich dabei um eine Annuität handelt, ist technischer Natur. Er trägt dem Umstand Rechnung, dass – wenn man in der Logik der Tabellenkalkulation denkt – die komplexe und in die Ewigkeit reichende Investitions- und Ausschüttungspolitik am Ende in eine Spalte und eine Zahl destilliert werden muss. Bei der Umsetzung bleibt es wenig konkret. Dass bei der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses langfristig erzielbare Umsatz- und Margenerwartungen zu berücksichtigen sind, ist nichts Neues. Gegenüber dem in Österreich obligatorischen und in der Schweiz empfohlenen Wertfaktorenmodell zeigt sich das IDW bislang zurückhaltend. Als Grundsatz wird lediglich empfohlen, sich am Ausschüttungsverhalten (damit wohl auch der Thesaurierungs- und Investitionspolitik) der Alternativanlage (damit wohl der Branche oder Peergroup) zu orientieren [43]. Weitere Kontrollgriffe bleiben den Anwendern überlassen.

Es ist zu begrüßen, dass alle Berufsstände der Zeit nach der Detailplanungsphase mehr Beachtung schenken. Diese wird jedoch nicht nur unterschiedlich bezeichnet (Restwert in der Schweiz, nachhaltiges Ergebnis in Deutschland und Rentenphase in Österreich), auch technisch kann sich die Modellierung von Land zu Land unterscheiden. Umso mehr kommt es auf die Plausibilisierung dieser Wertkomponente an [44].

5.3 Berücksichtigung persönlicher Steuern. Grundsätzlich ist es einsehbar, persönliche Steuern beim Unternehmenswert zu berücksichtigen, denn nur der finanzielle Überschuss nach Steuern kann konsumiert werden. Dass das die Berechnung verkompliziert, liegt auf der Hand. Weiter müssen persönliche Steuern nicht betrachtet werden, sofern auch die Alternativanlage der Steuer unterliegt, denn die Kürzung der Steuer in Zähler und Nenner führt in der Regel zu identischen Ergebnissen.

Die Situation in der Schweiz ist hier eine besondere, da Kapitalgewinne natürlicher Personen grundsätzlich steuerfrei sind. Insoweit werden persönliche Steuern bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften nicht berücksichtigt. Bei der



Bewertung von – in der Schweiz vergleichsweise seltenen – Personengesellschaften sowie bei Einzelunternehmen tritt wie in Deutschland und Österreich die persönliche Steuer an die Stelle der betrieblichen [45].

Im IDW ES 1 findet sich die noch aktuelle und sperrige Unterscheidung in «mittelbare» und «unmittelbare» Typisierung nicht wieder. Stattdessen kann in allen Fällen, in denen «das Interesse und das Informationsbedürfnis auf Ebene von Kapitalgesellschaften im Vordergrund» [46] stehen, von persönlichen Steuern abgesehen werden. Bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen (z.B. Squeeze-out) ist hingegen weiterhin nach persönlichen Steuern zu bewerten.

In Österreich wurde der Umgang mit persönlichen Steuern bislang bereits pragmatisch gehandhabt. Dieser Weg wird auch im KFS/BW 1 fortgesetzt, wodurch Kapitalgesellschaften «vereinfachend» [47] ohne persönliche Steuern bewertet werden können und bei Einzelunternehmen und Personengesellschaften so getan werden kann, «als läge eine Kapitalgesellschaft vor». [48]

Es ist zu erwarten, dass die Praxis – wo immer zulässig – ohne persönliche Steuern bewerten wird. Insoweit sollten sich hier keine grösseren Unterschiede ergeben. Bei der Bewertung von Personengesellschaften sind Differenzen allenfalls beim Steuersatz vorstellbar: Während KFS/BW 1 hier auf den Steuersatz von Kapitalgesellschaften abstellt [49], sieht IDW ES 1 alternativ auch einen Steuersatz natürlicher Personen (konkret oder typisiert) vor [50]. Die Kommentierung zur FM UBW empfiehlt den effektiven oder typisierten Steuersatz natürlicher Personen [51].

5.4 Kapitalkosten. Der modernen Kapitalmarktheorie und vor allem dem CAPM [52] wird häufig vorgeworfen, dass es vieles, jedoch nicht die Realität erkläre. Dennoch gibt es bis anhin keine anerkannte Alternative zur objektivierten Berechnung von Kapitalkosten.

IDW ES 1 nimmt dies auf: So sei die Zinszuschlagsmethode «national und international üblich» [53] und zur Bestimmung von Aktienrenditen kämen «insbesondere Kapitalmarktrenditen» [54] in Betracht. Die dann folgenden Ausführungen zu Basiszinssatz, Marktrisikoprämie und Betafaktoren sind nur konsequent. Auch die Berechnung plausibilisierter Entscheidungswerte muss auf den «gleichen kapitalmarkttheoretischen Grundlagen» [55] beruhen. Die Bedeutung des Nachsatzes, dass der Zinssatz innerhalb einer «nachvollziehbaren Bandbreite» liegen kann, bleibt offen, es sei denn, man sieht den Verweis auf die vom IDW veröffentlichten Bänder der Marktrisikoprämie als ausreichend an [56].

In ähnlicher Weise äussert sich KFS/BW 1. Zunächst wird festgestellt, dass das CAPM das bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte «vorrangig anzuwendende Kapitalkostenkonzept» [57] ist. Dass «nach den Umständen des konkreten Bewertungsanlasses ... auch andere übliche und anerkannte Verfahren zulässig» [58] sind, ist ein Oxymoron, da es ausser dem CAPM eben keine anderen Verfahren gibt, die üblich und anerkannt sind.

Die FM UBW stellt es den Bewertenden grundsätzlich frei, Kapitalkosten modellhaft (CAPM) abzuleiten oder subjektiv zu schätzen [59]. Massgebend ist der Bewertungszweck. Die

Kommentierung spricht sich zumindest bei objektivierenden Bewertungen klar für kapitalmarkttheoretische Modelle aus [60]. Expertsuisse veröffentlicht im jährlich erscheinenden Treuhand-Almanach Empfehlungen für die einzelnen Parameter.

Für die Höhe der Kapitalkosten ist neben dem Konzept die Kapitalstruktur entscheidend. Diese kann für den Detailplanungszeitraum grundsätzlich als konstant oder zeitvariabel angenommen werden. Während die FM UBW und IDW ES 1 beide Möglichkeiten zulassen, [61] sieht KFS/BW 1 eine «in der Regel periodenspezifische Anpassung» vor. Es bestätigt aber, dass ohne wesentliche Veränderungen der Kapitalstruktur diese auch als konstant angenommen werden kann [62].

5.5 Zuschläge und Abschläge. Für nicht in den finanziellen Überschüssen berücksichtigte Sachverhalte wie etwa Unternehmensgrösse oder Beteiligungsquote sind in der Bewertungspraxis Zuschläge auf die Kapitalkosten und Abschläge auf den Anteilswert beliebt.

In der Schweiz sind solche Zu- und Abschläge fester Bestandteil der Bewertungspraxis, auch wenn über ihre empirische Relevanz wie überall gestritten wird. Entsprechend weist die FM UBW auf diese kontroverse Diskussion hin, überlässt die Verwendung aber am Ende dem Ermessen der Bewertenden [63].

Laut IDW ES 1 sind Zuschläge auf die Kapitalkosten «auch bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte von KMUs nicht sachgerecht» [64]. Die Reichweite dieses Verbots ist noch unklar, denn nach aktueller Lesart schliesst der noch geltende IDW S 1 solche Zuschläge zumindest bei der Ermittlung subjektiver Werte nicht aus [65].

KFS/BW 1 erwähnt in den Abschnitten zur Diskontierung (Abschnitt 4.3) und zu den Kapitalkosten (Abschnitte 6.5 und 8.5) mögliche Zuschläge auf die Kapitalkosten nicht. Implizit werden diese mit den Ausführungen zur Fungibilität (Illiquidität) eingeführt, und sind bei der Berechnung objektivierter Werte nicht [66], bei der Ermittlung von Marktwerthen hingegen schon [67] zu berücksichtigen.

Unterschiede sind auch bei Paketzu- und -abschlägen zu beobachten. Während die FM UBW diese zulässt [68], schliesst IDW ES 1 diese bei der Berechnung objektivierter Anteilsätze aus [69]. KFS/BW 1 nimmt die bereits bei der Fungibilität beobachtete Unterscheidung vor: Bei einer die Halteabsicht unterstellenden objektivierten Bewertung kommt kein Zu- oder Abschlag in Betracht [70], bei einer die Veräußerung annehmenden Marktwertberechnung hingegen schon [71]. Wie allerdings «marktübliche Zuschläge oder Abschläge» [72] festgestellt werden sollen, bleibt offen.

Es steht zu vermuten, dass gerade die dargestellten Unterschiede zu wertmässigen Verwerfungen bei Minderheits- und Mehrheitsanteilen führen werden. Zu- und Abschläge sind häufig die Brücke vom berechneten zum gewünschten Wert. Ihr Ansatz oder Nichtansatz ist denn auch für die Vermittelbarkeit und Akzeptanz konkreter Werte entscheidend. Dieser offene Punkt ist deshalb von grosser Bedeutung, zeigen doch empirische Untersuchungen enorme Bandbreiten beobachtbarer Zu- und Abschläge. In der Praxis wird man

sich deshalb nicht bloss auf solche Studien stützen können. Denkbar wäre wohl die Vorgabe eines Korridors für derartige Zu- und Abschläge – ähnlich wie es die berufsständischen Organisationen bereits zur Marktrendite bzw. Marktrisikoprämie praktizieren.

6. BESONDERHEITEN BEI DER BEWERTUNG VON KMUs

Die Bewertung von KMUs ist bedeutsam, stellt doch ein Grossteil der zu bewertenden Unternehmen im gesamten DACH-Raum ebensolche Unternehmen dar. Allerdings gibt es keine besonderen Bewertungsmethoden für KMUs. Es sind aber deren Besonderheiten bei der Bewertung zu berücksichtigen [73]. Während IDW ES 1 und KFS/BW 1 darauf ausdrücklich eingehen, findet sich in der FM UBW nur ein allgemeiner Hinweis. Dies ist darauf zurückzuführen, dass diese Verlautbarung die 2018 verabschiedete «Fachmitteilung Bewertung von KMU» ablöste und die darauf gerichteten Ausführungen nun in die ergänzende Kommentierung übernommen wurden [74].

IDW ES 1 integriert – wie KFS/BW 1 – die Ausführungen des IDW Praxishinweises 1/2014 zur Bewertung von KMUs. Insofern besteht in weiten Teilen Übereinstimmung.

An anderer Stelle geht KFS/BW 1 über IDW ES 1 hinaus, wenn es bei KMUs eine Anpassung des Betafaktors oder des Risikozuschlags erlaubt [75]. Weiter sehen IDW ES 1 und KFS/BW 1 ausdrücklich vor, dass auch nicht marktkonforme Vergütungen für die Nutzung oder Überlassung von Vermögenswerten für die Dauer einer unkündbaren Vertragsdauer zu berücksichtigen sind [76].

Diese Unterschiede werden in der Praxis von keiner grossen Bedeutung sein, da – und hier schliesst sich der Kreis zum Beginn des Beitrags – KMUs häufig mit landestypischen Verfahren bewertet werden.

7. WEITERE ENTWICKLUNG

IDW ES 1 ist zum Zeitpunkt der Einreichung dieses Beitrags noch in der Vernehmlassung. Zitierfähige Stellungnahmen zum aktuellen Stand und zu den möglichen Anpassungen sind daher nicht verfügbar. Nimmt man jedoch die

Tabelle 1: GEMEINSAMKEITEN UND UNTERSCHIEDE DER VERLAUTBARUNGEN ZUR UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Themen	Schweiz	Österreich	Deutschland
Funktionen der Bewertenden	Neutraler Gutachter, Schiedsgutachter, Berater (ergibt sich aus Auftrag)	Neutraler Gutachter, Schiedsgutachter, Berater (ergibt sich aus Bewertungsanlass)	Gutachter, neutraler Sachverständiger, Berater (ergibt sich aus Umfang der Plausibilitätsbeurteilung)
Wertarten und -konzepte	→ Subjektiver und objektivierender Wert → Verkehrswert	→ Objektivierter Unternehmenswert → Marktwert → Typisierte subjektive Unternehmenswert → Schiedswert	→ Objektivierter Unternehmenswert → Plausibilisierter Entscheidungswert
Adäquate Bewertungsverfahren	DCF-Verfahren Best Practice, Multiplikator- und Mischverfahren unter Umständen zulässig	→ Marktwert: vorrangig beobachtbare Preise, alternativ Methodenpluralität → Objektivierter und typisierte subjektive Wert: DCF-Verfahren	DCF- und Ertragswertverfahren (wohl) alternativlos
Planungsperspektive	Unternehmen	→ Marktwert: typisierte Investor → Objektivierter Wert: typisierte Investor mit finanzieller Kontrolle → Typisierte subjektive Unternehmenswert: Unternehmen	→ Objektivierter Wert: Investor mit finanzieller Kontrolle → Entscheidungswert: spezifischer Entscheidungsträger
Restwertmodellierung	Wertfaktorenmodell empfohlen	Wertfaktorenmodell obligatorisch	«Nachhaltiges Ergebnis» (ohne Spezifikation)
Berücksichtigung persönlicher Steuern	Grundsätzlich ohne persönliche Steuern	Vereinfachend ohne persönliche Steuern	Bei gesetzlichen und vertraglichen Anlässen zwingend nach persönlichen Steuern
Kapitalkosten	Modellhafte Ableitung oder subjektive Schätzung in Abhängigkeit von Bewertungszweck	Im Ergebnis (wohl) nur CAPM	Im Ergebnis (wohl) nur CAPM
KMU-Bewertung	Ausführungen nur in der ergänzenden Kommentierung	Vereinfachungen, so kann bei Plausibilitätsbeurteilungen und Multiplikatorverfahren auf Branchenwerte zurückgegriffen werden	Keine Vereinfachungen vorgesehen



eingegangenen Stellungnahmen zum IDW ES 1 als Indizien, so steht zu erwarten, dass gerade die Bewertung von KMUs zu reden gibt [77]. Dies betrifft die Annahme eines Investors ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik, aber auch die mit der Anwendung des CAPM verbundenen restriktiven Prämisse bezüglich Diversifikation, Fungibilität, Kontrollprämien und anderer Zu- oder Abschläge.

In Österreich wurde die finale Fassung des KFS/BW 1 am 15. Dezember 2025 veröffentlicht. Bis anhin kam in Österreich bei dem Grossteil der Bewertungsanlässe der objektivierte Unternehmenswert zur Anwendung, der mit der Neufassung in den Hintergrund gedrängt werden wird. Eine weitere Hilfestellung ist in Arbeit, um praxisnah darzustellen, welcher Bewertungsanlass im neuen KFS/BW 1 welchen Wertmaßstab nach sich ziehen wird.

Bemerkenswert ist zudem, dass die Neufassung eine eigene Randziffer dem Einsatz von künstlicher Intelligenz in der Bewertungspraxis widmet. Die KSW nimmt damit eine klare Vorreiterrolle ein.

8. FAZIT

Die Unternehmensbewertung in der DACH-Region befindet sich im Wandel, wobei die drei Länder unterschiedliche Schwerpunkte setzen. Die Schweiz verfolgt einen pragmatischen Ansatz, löst sich vom objektivierten Wert und definiert

ausdrücklich die am häufigsten gesuchte Wertart, nämlich den Verkehrswert. Auch Österreich führt mit dem Marktwert ein marktorientiertes Wertkonzept ein, das den bisherigen objektivierten Wert deutlich zurückdrängt. Deutschland hingegen entwickelt das Konzept des objektivierten Werts weiter und präzisiert dessen Anwendungsbereiche, ohne neue Wertarten zu definieren.

Tabelle 1 stellt die Verlautbarungen zusammenfassend als Synopse einander gegenüber.

Diese konzeptionellen Unterschiede wirken sich auf Methodenwahl, Planungsannahmen, Restwertbildung, Synergiebehandlung, Kapitalkosten und Zu- bzw. Abschläge aus. Während die Schweiz Methodenpluralität zulässt, verlangt Österreich für den Marktwert primär beobachtbare Preise; Deutschland bleibt bei einer klaren Priorisierung der DCF- bzw. Ertragswertmethoden. Ebenso divergieren die Vorgaben zur Rolle des Investors, zur Berücksichtigung persönlicher Steuern und zu Zuschlägen, insbesondere bei KMUs.

Insgesamt zeigt sich eine Annäherung an internationale Grundsätze, allerdings ohne Harmonisierung. Die Unterschiede zwischen den Standards führen sicher nicht dazu, dass grenzüberschreitende Bewertungen einfacher werden. Der jeweils zugrunde liegende Bewertungsstandard rückt damit noch stärker in den Vordergrund. ■

Fussnoten: 1) Vgl. OLG Stuttgart vom 24. Juli 2013–20 W 2/12, Rn. 134. 2) Expertsuisse FM UBW 2022, Rn. 26. 3) KFS/BW 1 steht für Kammerfachsenat für Betriebswirtschaft, Fachgutachten 1. 4) Der Entwurf wird als IDW ES 1 bezeichnet. 5) Dieser Beitrag ist eine überarbeitete und aktualisierte Fassung von Hüttsche, BB 2025, S. 1195 ff. 6) Zur Unterscheidung zwischen dominierten und nicht dominierten Bewertungsanlässen Schütte-Biastoch, Unternehmensbewertung von KMU 2011, S. 10 f. 7) Expertsuisse FM UBW 2022, Rn. 14. 8) Expertsuisse FM UBW 2022, Rn. 13. 9) Expertsuisse FM UBW 2022, Rn. 15; Hüttsche/Schmid, Unternehmensbewertung in der Schweiz 2023, S. 22 ff. 10) Vgl. Hüttsche/Schmid, Unternehmensbewertung in der Schweiz 2023, S. 27. 11) KSW KFS/BW 1, Rn. 25. 12) KSW KFS/BW 1, Rn. 13 f. 13) Vgl. Hüttsche/Schmid, Unternehmensbewertung in der Schweiz 2023, S. 26. 14) Vgl. Aschauer, Die rechtsgeprägte Unternehmensbewertung – Anpassungsnotwendigkeiten des objektivierten Unternehmenswerts, in: Bertl et al. (Hg.), Wertmassstäbe – Wiener Bilanzrechtstage 2018, S. 134. 15) IDW ES 1, Rn. 23. 16) IDW ES 1, Rn. 15. 17) IDW ES 1, Rn. 74. 18) KSW KFS/BW 1, Rn. 16. 19) KSW KFS/BW 1, Rn. 17. 20) Vgl. Bartl/Rabel/Wirth, RWZ 2025, S. 7. 21) Vgl. Mandl/Rabel/Enzinger in: Peemöller (Hg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. 2023, S. 56. 22) Expertsuisse FM UBW, Rn. 61. 23) Das Ertragswertverfahren deutscher Prägung ist in der Schweiz unbekannt. Hier wird darunter die ewige Fortschreibung eines Durchschnitts vergangener

Gewinne bzw. eines nachhaltigen Ergebnisses verstanden. 24) Diese – nach Ansicht der Autoren unzutreffende – Auffassung entspricht in weiten Teilen der Schweizer Bewertungs- und Steuerpraxis. 25) KSW KFS/BW 1, Rn. 51. 26) KSW KFS/BW 1, Rn. 187. 27) KSW KFS/BW 1, Rn. 51. 28) IDW ES 1, Rn. 135. 29) Vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl. 2018, S. 274. 30) Expertsuisse FM UBW, Rn. 80. 31) IDW ES 1, Rn. 73. 32) IDW ES 1, Rn. 74. 33) Bartl/Rabel/Wirth, RWZ 2025, 7. 34) KSW KFS/BW 1, Rn. 16. 35) KSW KFS/BW 1, Rn. 17. 36) KSW KFS/BW 1, Rn. 123. 37) KSW KFS/BW 1, Rn. 125. 38) IDW ES 1, Rn. 79. 39) Vgl. Hüttsche/Schmid, Unternehmensbewertung in der Schweiz, 2023, S. 107. 40) KSW, Empfehlung der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der KSW zur Grobplanungsphase und zur Rentenphase (Terminal Value), Endfassung vom 4. November 2015. 41) KSW KFS/BW 1, Rn. 77 ff.; Hüttsche/Schmid, Unternehmensbewertung in der Schweiz, 2023, S. 111 ff. 42) IDW ES 1, Rn. 67 ff. 43) IDW ES 1, Rn. 84. 44) Dies legen auch die Ergebnisse der Untersuchung von Schwetzler nahe, Wachstums- und Renditeannahmen in der Terminal-Value-Ermittlung – eine empirische Analyse deutscher Bewertungsgutachten, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4110771>. 45) Expertsuisse FM UBW, Rn. 50. 46) IDW ES 1, Rn. 89. 47) KSW KFS/BW 1, Rn. 131. 48) KSW KFS/BW 1, Rn. 132. 49) KSW KFS/BW 1, Rn. 132. 50) IDW ES 1, Rn. 90. 51) Vgl. Hüttsche/Schmid, Unternehmensbewertung in der Schweiz, 2023, S. 60. 52) CAPM = Capital Asset Pricing Model zur Ableitung von Eigenkapitalkosten. 53) IDW ES 1, Rn. 108. 54) IDW ES 1, Rn. 111. 55) IDW ES 1, Rn. 110. 56) Der Fachausschuss Unternehmensbewertung (FAUB) des IDW veröffentlicht kursorisch Empfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie. Zuletzt hat der FAUB in seiner Sitzung am 16. September 2025 beschlossen, seine Empfehlung für die Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern auf 5,25 % bis 6,75 % anzupassen. 57) KSW KFS/BW 1, Rn. 133. 58) KSW KFS/BW 1, Rn. 133. 59) Expertsuisse FM UBW, Rn. 85. 60) Vgl. Hüttsche/Schmid, Unternehmensbewertung in der Schweiz, 2023, S. 118 ff. 61) Vgl. Hüttsche/Schmid, Unternehmensbewertung in der Schweiz, 2023, S. 141; IDW ES 1, Rn. 116. 62) KSW KFS/BW 1, Rn. 102. 63) Expertsuisse FM UBW, Rn. 93. 64) IDW ES 1, Rn. 163. 65) Vgl. Nestler, BB 2012, S. 1274 mit entsprechenden Nachweisen. 66) KSW KFS/BW 1, Rn. 136. 67) KSW KFS/BW 1, Rn. 147. 68) Expertsuisse FM UBW, Rn. 94. 69) IDW ES 1, Rn. 38. 70) KSW KFS/BW 1, Rn. 136. 71) KSW KFS/BW 1, Rn. 149. 72) KSW KFS/BW 1, Rn. 149. 73) Vgl. Hüttsche/Schmid, in Peemöller (Hg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. 2023, S. 1173. 74) Vgl. Hüttsche/Schmid, Unternehmensbewertung in der Schweiz 2023, S. 98 ff. 75) KSW KFS/BW 1, Rn. 186. 76) IDW ES 1, Rn. 158; KSW KFS/BW 1, Rn. 125. 77) Einsehbar unter: <https://www.idw.de/idw/idw-verlautbarungen/entwuerfe/stellungnahmen/s-entwuerfe/>.

