Giorgio Meier-Mazzucato

Dr. iur., Fachmann FRW mit eidg. Fachausweis, dipl. Treuhandexperte, dipl. Steuerexperte, zugelassener Revisionsexperte
ITERA Aarau, Zürich und Zug
www.itera.ch/www.iteracf.ch

Richard Meier

Zeichner EFZ mit BM Fachrichtung Ingenieurbau, Bachelor of Science FHNW in Betriebsökonomie (in Ausbildung)
Junior Treuhänder, ITERA Aarau, Zürich und Zug
www.itera.ch/www.iteracf.ch

Jan-Andres Alvaro

Bachelor of Arts UZH in Wirtschaftswissenschaften (in Ausbildung)
Junior Treuhänder, ITERA Aarau, Zürich und Zug
www.itera.ch/www.iteracf.ch

Dieser Fachbeitrag steht Ihnen auch als Audiodatei zur Verfügung: auf www.trex.ch gehen, direkt hören oder herunterladen.

Unternehmensbewertung

Goodwill – Was ist darunter zu verstehen?

Die Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) stellt besondere Herausforderungen dar, insbesondere hinsichtlich der Einschätzung immaterieller Werte. Im Mittelpunkt steht dabei häufig der Goodwill. Die Autoren beleuchten die theoretischen Grundlagen des Goodwillbegriffs und der Wertkonzepte, namentlich subjektiven versus objektivierten Wert, und verbinden sie mit praxisorientierten Hinweisen zur Unternehmensbewertung von KMU in der Schweiz.

Die Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) stellt besondere Herausforderungen dar, insbesondere hinsichtlich der Einschätzung immaterieller Werte.
Im Mittelpunkt steht dabei häufig der **Goodwill**, jener Teil des Unternehmenswerts, der über den rein substanzorientierten Wert der materiellen und finanziellen Vermögenswerte hinausgeht. Bei inhabergeführten KMU ist jedoch ein Grossteil dieses Goodwills eng mit der Person des bisherigen Eigentümers verknüpft, m.a.W. handelt es sich in solchen Fällen um personengebundenen Goodwill.
Für Bewertungsexperten und Treuhänder ist es entscheidend, zwischen **subjektorientiertem** (personengebundenem) und **objektorientiertem** (unternehmensbezogenem) Goodwill zu unterscheiden und die **Übertragbarkeit der Ertragskraft** realistisch einzuschätzen. Eine unzutreffende Einschätzung kann zu erheblichen Fehlbewertungen führen, sei es, dass ein Käufer einen Preis bezahlt, der einen nicht übertragbaren Goodwillanteil beinhaltet, oder dass ein Verkäufer den Wert seines Unternehmens aus seiner persönlichen Perspektive überschätzt.
Dieser Fachbeitrag beleuchtet die theoretischen Grundlagen des Goodwillbegriffs und der Wertkonzepte, namentlich subjektiven versus objektivierten Wert, und verbindet sie mit praxisorientierten Hinweisen zur Unternehmensbewertung von KMU in der Schweiz.
Insbesondere werden aktuelle Empfehlungen – etwa aus der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von KMU», 2018[1], und dem Fachartikel «Methodenvielfalt der Unternehmensbewertungen», Meier-Mazzucato/Tasini, TREX 4/2021[2], berücksichtigt.
Anhand nachvollziehbarer Beispiele wird veranschaulicht, wie die Wahl geeigneter Bewertungsmethoden von der Übertragbarkeit der Ertragskraft abhängt und wie sich dies auf den ermittelten Unternehmenswert auswirkt.
Fussnoten und Quellenangaben dienen der Untermauerung der Aussagen und ermöglichen interessierten Lesern eine Vertiefung in die Originalquellen, namentlich in den beiden vorerwähnten Artikeln.

1. Begriff und Herleitung des Goodwills

In der Unternehmensbewertung wird **Goodwill** allgemein als der Mehrwert definiert, den ein Unternehmen über den Substanzwert seines betriebsnotwendigen Vermögens hinaus besitzt. Formal lässt sich Goodwill auf zwei gleichwertige Weisen herleiten:[3]

- **Unternehmenswert – Substanzwert = Goodwill**
- **Übergewinn / Kapitalkostensatz = Goodwill**, wobei Übergewinn = nachhaltiger Gewinn – Normalverzinsung des Substanzwerts

Beide Ansätze führen zum gleichen Ergebnis. Der Normalverzinsung des Substanzwerts liegt die Idee zugrunde, dass Investoren auf das im Unternehmen gebundene Kapital, m.a.W. der Substanz, eine angemessene Rendite erwarten können. Erwirtschaftet das Unternehmen einen Gewinn, der diesen Kapitalanspruch übersteigt, so stellt der Überschuss einen immateriellen Wert dar, den sogenannten Goodwill.

➜ Beispiel zur Herleitung
Beträgt der betriebliche Substanzwert eines KMU 1 Mio. Franken und wird eine angemessene Rendite, entsprechend dem Kapitalkostensatz, von 10 Prozent angenommen, so entspricht ein Gewinn von 100 000 Franken genau der Normalverzinsung. Ertragswert und Substanzwert entsprechen sich mithin.
Erzielt das Unternehmen tatsächlich einen nachhaltigen jährlichen Gewinn von 175 000 Franken, ergibt sich ein Übergewinn von 75 000 Franken pro Jahr. Die Kapitalisierung dieses Überschussgewinns mit 10 Prozent führt zu einem Goodwill von 750 000 Franken. Der **Unternehmensgesamtwert** beträgt in diesem Fall 1,75 Mio. Franken = 1 Mio. Franken Substanzwert + 750 000 Franken Goodwill.
Der Substanzwert geht in diesem Beispiel im Ertragswert vollständig auf, welcher den Goodwill vollumfänglich erfasst. Alle reinen Ertragswertmethoden[4] erfassen den Goodwill zu 100 Prozent. Vergleiche Abbildung 1.

Goodwill entsteht in der Praxis durch verschiedene Werttreiber, etwa:
- starke Marktstellung
- guten Ruf (Reputation) des Unternehmens
- bestehende Kundenbeziehungen
- effiziente Prozesse
- geschützte Technologien
- eingespieltes Mitarbeiterteam

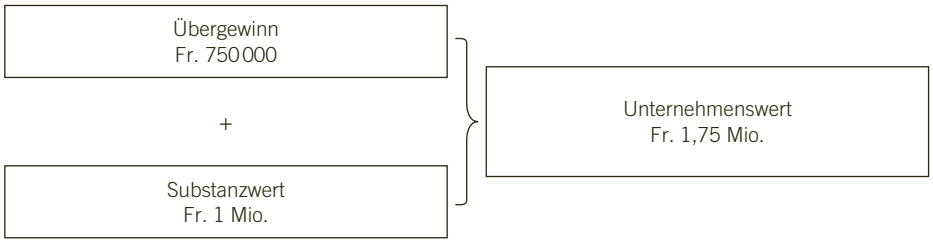
All diese und weitere Faktoren ermöglichen es dem Unternehmen, überdurchschnittliche Erträge im Vergleich zum eingesetzten Kapital zu erzielen. Insofern reflektiert der Goodwill den **immateriellen Wert** eines Unternehmens als lebender Organismus über den isolierten Wert seiner einzelnen Vermögensteile hinaus.
Doch gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen stellt sich die Frage, **in wessen «Person» oder Struktur dieser immaterielle Wert begründet ist** – in der übertragbaren Unternehmensorganisation oder in den nicht übertragbaren höchstpersönlichen Eigenschaften der aktuellen Person des Inhabers.

2. Subjektiver versus objektivierter Unternehmenswert: Wertkonzeptionen

In der Bewertungstheorie wird zwischen **subjektiven** und **objektivierten Unternehmenswerten** unterschieden. Der **subjektive Wert** spiegelt den Wert eines Unternehmens aus Sicht eines bestimmten Investors oder Eigentümers wider. Er kann persönliche Umstände, strategische Überlegungen oder Synergien berücksichtigen, die nur für diesen speziellen Käufer bzw. Eigentümer gelten.
Beispielsweise mag ein strategischer Käufer aufgrund von Synergieeffekten bereit sein, einen Preis oberhalb des reinen Marktwerts zu zahlen, indem sein individueller Nutzwert, m.a.W. sein subjektiver Wert, des Übernahmeobjekts höher ist. Ebenso kann für den aktuellen Unternehmer eines KMU ein subjektiver Fortführungswert existieren, der Aspekte wie persönliche Präferenzen, Emotionen oder den Wert der eigenen Weiterbeschäftigung berücksichtigt.
Demgegenüber steht der **objektivierte Wert.**[5] Dieser soll – losgelöst von subjektiven Präferenzen – den Wert eines Unternehmens unter **generell gültigen Annahmen,** dem Unternehmen im sogenannten eingeschwungenen Zustand,[6] widerspiegeln, wie er in einem hypothetischen Verkauf zwischen unabhängigen Dritten erzielt würde. Objektivierte Werte werden von Bewertungsexperten angestrebt, wenn der Bewertungszweck neutraler Natur ist, beispielsweise im Rahmen von Schiedsverfahren, Erbteilungen, steuerlichen Bewertungen oder anderen Gutachten, bei denen ein «fairer» Wert gesucht wird. Die Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von KMU» betont, dass der **Bewertungszweck den methodischen Rahmen** bestimmt, insbesondere ob eine subjektive oder objektivierte Wertermittlung geboten ist.[7]
Wichtig festzustellen ist, dass **Goodwill je nach Wertkonzeption unterschiedlich ausfallen kann:**
- In einem subjektiven Wert kann der Goodwill auch solche wertsteigernden Faktoren einbeziehen, die nur für eine bestimmte Person oder Partei realisierbar sind. Beispielsweise würde in den subjektiven Wert eines Unternehmers der Umstand einfliessen, dass seine persönlichen Kunden ihn weiterhin berücksichtigen – ein Wert, den ein objektivierter Dritter ohne den Inhaber nicht erzielen könnte.
- Ein objektivierter Unternehmenswert hingegen berücksichtigt **nur den Goodwill, der unabhängig von einer bestimmten Person übertragen werden kann.**

Die Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von KMU» formuliert dazu: «Sofern es um die Berechnung von Verkehrswerten geht, wird jedenfalls immer ein Verkauf und damit auch ein Wegfall jeglichen Einflusses des bisherigen Eigentümers angenommen.»[8]

Abbildung 1: Goodwill als Übergewinn



Mit anderen Worten unterstellt ein objektivierter Wert für den Unternehmensverkauf stets, dass der bisherige Eigentümer nach der Transaktion nicht mehr im Unternehmen tätig ist. **Persönliche Wertbeiträge des Inhabers werden also ausgeklammert.** Dies ist eine entscheidende Prämisse, um Überbewertungen zu vermeiden, denn ein Käufer zahlt im Regelfall nur für jene Ertragskraft, die er ohne die Mitwirkung des früheren Eigentümers übernehmen kann. Dies wird beispielsweise beim Management-Buy-out deutlich, wo der Übernehmer als bisheriger Manager des Targets sich selbst auch nicht kauft.[9]

3. Personengebundener versus unternehmensbezogener Goodwill

Vor dem obigen Hintergrund lässt sich Goodwill in **personengebundenen** und **unternehmensbezogenen** unterteilen:
- **Personengebundener Goodwill** (subjektorientiert) bezeichnet jenen Anteil des immateriellen Unternehmenswerts, der an die persönliche Mitwirkung, Reputation oder Fähigkeiten einer bestimmten Person – meist des bisherigen Unternehmers oder einer Schlüsselperson – geknüpft ist.
- **Unternehmensbezogener Goodwill** (objektorientiert) hingegen umfasst die Komponenten des Goodwills, die im Unternehmen selbst verankert sind und damit grundsätzlich auf einen Käufer übergehen können.

Typische Beispiele für personengebundene Goodwillfaktoren in KMU sind:
- **Persönliche Kundenbeziehungen**
  Oft pflegen Unternehmer von KMU enge, langjährige Beziehungen zu Kunden oder Lieferanten oder verfügen über ein spezifisches Wissen oder Können. Die Kunden vertrauen der Person, weniger der Firma an sich. Solche Beziehungen sind schwer auf einen neuen Eigentümer zu übertragen. Insbesondere in beratungsintensiven Branchen, namentlich Treuhand, Consulting oder im Ärzte- und Anwaltswesen, liegt ein beträchtlicher Teil des Goodwills in der dienstleistenden Person.
- **Persönliches Know-how und Fähigkeiten**
  Hat der Unternehmer ein spezifisches Fachwissen oder besondere Fertigkeiten, von

denen der Geschäftserfolg massgeblich abhängt, so ist dieser Wert personengebunden. Ein Beispiel wäre ein hochinnovativer Forscher, dessen Erfindungen das Unternehmen voranbringen – ohne ihn fehlt ein Teil des Werttreibers.

- **Name und Reputation des Unternehmers**
  Trägt das Unternehmen den Namen des Eigentümers oder ist die Marke untrennbar mit seiner Person verbunden, kann ein Wechsel der Unternehmerschaft zu Vertrauensverlust bei Kunden führen. Der Goodwill, der in der persönlichen Reputation liegt, ist dann nicht vollständig übertragbar.

Demgegenüber stehen Faktoren des **unternehmensbezogenen Goodwills,** die auch nach einem Eigentümerwechsel weiterwirken:

- **Etablierte Organisation und Prozesse**
  Ein Unternehmen mit klar dokumentierten Prozessen, starkem Managementteam und funktionierender Organisation hat Goodwill, der nicht nur vom aktuellen Unternehmer abhängt. Neue Eigentümer können diese Strukturen übernehmen.
- **Markenname und Firmenruf**
  Ein bekannter Markenname, der nicht an die Person des Unternehmers gekoppelt ist, oder ein guter Ruf des Unternehmens in der Branche stellt einen übertragbaren Wert dar, insbesondere wenn er über die Person des Unternehmers hinausgeht.
- **Kundenstamm und Vertragsbeziehungen**
  Hat ein KMU einen grossen Kundenstamm mit Verträgen, Abonnements oder wiederkehrenden Umsätzen, der nicht ausschliesslich auf persönlichen Beziehungen beruht, ist dieser Teil der Ertragskraft übertragbar. Beispielsweise besteht bei einem Softwareunternehmen mit vielen Nutzerlizenzverträgen Goodwill in Form der erwarteten Fortführung dieser Verträge, unabhängig davon, wer Eigentümer ist.
- **Standortvorteile**
  Bei einem Unternehmen mit guter Lage, beispielsweise einem Restaurant an frequentierter Lage, steckt ein Teil des Goodwills im Standort, welcher auch für den Käufer relevant bleibt.

In der Praxis ist die Trennlinie zwischen personengebundenem und unternehmensbezogenem Goodwill oft fliessend. Meist weist ein KMU **beide Komponenten** auf. Aufgabe der Bewertenden ist es, abzuschätzen, welcher Anteil der aktuellen Ertragskraft des Unternehmens einem potenziellen neuen Eigentümer **erhalten bleibt** und welcher mit der Person des aktuellen Inhabers «verschwindet».
Genau hier kommt der Begriff der **Übertragbarkeit der Ertragskraft** ins Spiel.

4. Übertragbarkeit der Ertragskraft bei KMU

Die Übertragbarkeit der Ertragskraft ist bei KMU ein zentrales Thema, da der Einfluss der Eigentümer dort besonders gross ist.
Die Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von KMU» hält explizit fest: «Bei KMU kommt dem Einfluss der Eigentümer besondere Bedeutung zu. Die Ertragskraft des Unternehmens ist häufig personenbezogen und kann nicht, nur teilweise oder nur temporär übertragbar sein.»[10]
Anders formuliert, kann die aktuelle Ertragskraft eines kleinen Unternehmens drei Zustände aufweisen:

- **Nicht übertragbar**
  Die Ertragskomponenten sind so stark an die Person gebunden, dass sie einem Käufer gar nicht zur Verfügung stehen.
- **Nur teilweise übertragbar**
  Ein Teil der Ertragskraft bleibt einem neuen Eigentümer erhalten, während ein anderer Teil mit dem Weggang des bisherigen Unternehmers entfällt.
- **Nur temporär übertragbar**
  Die Ertragskraft kann zwar für eine Übergangszeit übergeben werden, beispielsweise durch Einarbeitung oder Kundenübergabe, fällt aber mittelfristig weg.

Je nach Einzelfall ist die Ertragslage eines KMU also voll, nur teilweise, nur befristet oder gar nicht auf Dritte übertragbar.[11]
Voll übertragbar wäre idealtypisch ein Unternehmen, dessen Erfolg völlig unabhängig von einer bestimmten Person ist, was bei KMU typischerweise eher selten vorkommt.
Nicht übertragbar wäre beispielsweise ein Einzelunternehmen, in dem der Inhaber als Person die einzige treibende Kraft ist, etwa ein renommierter Fachspezialist: Träte diese sofort aus, bliebe vom Erfolgsüberschuss nichts übrig, sodass in der Unternehmensbewertung eigentlich nur der Liquidations- oder Substanzwert der vorhandenen Aktiven zählt. Tatsächlich empfiehlt die besagte Fachmitteilung: «Kann die Ertragskraft nicht übertragen werden, kommt i.d.R. der Liquidationswert zum Tragen.»[12]
In einem solchen Fall existiert objektiv kein Goodwill, den ein Käufer honorieren würde.[13]
Häufiger sind Zwischenfälle. Bei **teilweiser Übertragbarkeit** bleiben gewisse Erträge auch ohne den bisherigen Eigentümer bestehen, andere brechen weg. Beispielsweise mag ein Teil der Kundenbeziehungen firmenbezogen sein und erhalten bleiben, während ein anderer Teil persönlich vom Unternehmer abhängt und verloren geht.
Dann ist entsprechend nur der firmenbezogene Teil der Überschussgewinne in der Planung fortzuführen. Die besagte Fachmitteilung fordert: «Bei nur teilweise übertragbarer Ertragskraft fallen Teile der personenbezogenen Einflüsse mit Ausscheiden des bisherigen Eigentümers weg. Dies muss in der Planung durch eine Anpassung der Erlöse oder Aufwendungen berücksichtigt werden.»[14]
Praktisch bedeutet dies, dass in der Unternehmensplanung für die Bewertung beispielsweise Umsatzeinbussen oder höhere Aufwände für Ersatzpersonal, Marketing usw. einkalkuliert werden müssen, um den Wegfall des bisherigen Eigentümers zu kompensieren.
Der dritte Fall ist die **temporäre Übertragbarkeit.** Hier kann der bisherige Eigentümer die Ertragskraft gewissermassen befristet übergeben – typischerweise durch eine Übergangsphase, in der Know-how transferiert oder Kunden langsam an den Nachfolger gewöhnt werden. So bleibt die Überschussertragskraft noch eine Zeit lang erhalten, nimmt aber sukzessive ab; man spricht bildhaft vom «Abschmelzen» des Goodwills.
In der besagten Fachmitteilung wird als häufigster Fall temporäre Übertragbarkeit genannt: «… ausgeprägte Kundenbeziehungen im Sinn von Bestandskunden, die eigentümerbezogene Fähigkeit der Akquisition von Neukunden und ein eigentümerbezogenes fachspezifisches Know-how …»[15] Der darauf entfallende Wertbeitrag sollte analysiert und dann über die Zeit **abgeschmolzen** bzw. befristet berücksichtigt werden. Konkret empfiehlt sich, diesen Teil der Überschussgewinne nur für eine bestimmte Übergangsperiode in die Bewertung einzubeziehen und anschliessend wegzulassen. Erst nach dieser Phase wird in der Bewertung in die ewige Rente, den sogenannten Restwertzeitraum, übergeleitet. Die Fachmitteilung merkt an, dass es dann angemessen sein kann, im Terminal bzw. Residual Value einen reinen Fortführungswert ohne Goodwillanteil bzw. in Grenzfällen sogar einen Liquidationswert anzusetzen, falls nach der Übergangszeit keine übernormalen Erträge mehr anfallen.
Für die Bewertungspraxis bedeutet dies: **Die Analysen zur Übertragbarkeit der Ertragskraft sollten explizit durchgeführt, dokumentiert und im Bewertungsbericht erläutert werden.** Hierbei sind sowohl quantitative Überlegungen zu würdigen, beispielsweise welchen Anteil am EBIT der personenabhängige Umsatz ausmacht, als auch qualitative Aspekte, beispielsweise wie loyal die Kunden an die Person gebunden sind oder wie ersetzbar das Know-how ist. Bewertungsexperten erstellen dazu oft Szenarien oder greifen auf Markterfahrungen zurück, um den Grad der Übertragbarkeit einzuschätzen. Dieser Schritt ist essenziell, um im nächsten Schritt die passende/n Bewertungsmethode/n und -ansätze zu wählen.

5. Methodenwahl in Abhängigkeit der Übertragbarkeit des Goodwills

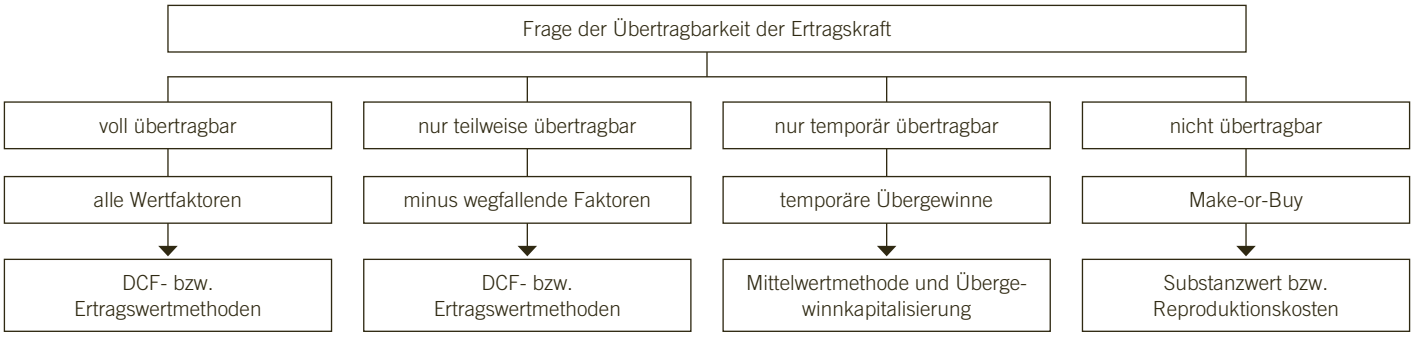
Die Wahl der Unternehmensbewertungsmethode sollte an die identifizierte Übertragbar-

keit der Ertragskraft angepasst werden.[16] Nicht jede Methode bildet personengebundenen versus unternehmensbezogenen Goodwill gleich gut ab. Im Folgenden sind übliche Vorgehensweisen den vier Übertragbarkeitsszenarien gegenübergestellt:[17]

- **Goodwill nicht übertragbar**
  Hier ist – wie oben erwähnt – der **Substanzwert bzw. Liquidationswert** als Wertmass heranzuziehen. Da kein künftiger Übergewinn beim Käufer anfallen wird, ist der Goodwill auf null zu setzen. Ein klassisches Ertragswert- oder DCF-Modell würde einen Wert > 0 für den Goodwill liefern, was jedoch in die Irre führen würde.
  Stattdessen basiert die Bewertung auf den Bestandeswerten des Unternehmens, namentlich Nettovermögen, ggf. zu Liquidations- oder Wiederbeschaffungspreisen. Der Liquidationswert stellt eine Untergrenze dar; er gibt an, was das Unternehmen mindestens noch wert ist, wenn man es zerschlagen würde. In Abwesenheit von übertragbarer Ertragskraft ist dies auch der maximale Preis, den ein rationaler Käufer mit Blick auf die Überlegung Make-or-Buy zahlen würde.
- **Goodwill nur teilweise übertragbar**
  In diesem Fall bietet es sich an, eine **Ertragswertmethode mit Anpassungen** vorzunehmen, d.h., die finanziellen Überschüsse in der Planungsrechnung um die wegfallenden personenbezogenen Erträge zu bereinigen.
  Alternativ oder ergänzend wird in der Praxis häufig die **Mittelwert- bzw. Praktikermethode** als heuristischer Ansatz genutzt. Bei der Mittelwertmethode wird der Unternehmenswert als (gewogenes) arithmetisches Mittel aus Substanzwert und Ertragswert, häufig mit einer Gewichtung von 1 × Substanz und 2 × Ertrag zugunsten des Ertragswerts, berechnet. Durch diese Mischung wird der Goodwillanteil automatisch teilweise berücksichtigt und teilweise ausgeblendet. Im Beispiel einer Gewichtung von 1 zu 2 Substanz zu Ertrag fliesst der Goodwill effektiv nur zu **67 Prozent** in den Unternehmenswert ein; bei einer Gewichtung von 1 zu 1 wären es **50 Prozent.**
  Die Mittelwertmethode verwässert also bewusst den Goodwill, was genau dem Gedanken entspricht, dass nicht die volle Ertragskraft dauerhaft übertragbar ist. Sie ist in der Schweiz nach wie vor verbreitet, insbesondere bei Steuerbehörden für die Vermögenssteuerwerte nichtkotierter Unternehmen, und wird sogar vom Bundesgericht als einfache Schätzmethode anerkannt. Allerdings ist sie theoretisch umstritten und im Ausland unüblich. Eine fundiertere Alternative ist, den Ertragswert direkt auf der Basis bereinigter, reduzierter Gewinne zu berechnen, m.a.W. prognostizierte Gewinne so zu wählen, dass nur der übertragbare Anteil enthalten ist.
  Beide Ansätze – Mittelwert und bereinigter Ertragswert – sollten im Idealfall zu ähnlichen Ergebnissen führen, wenn die Annahmen adäquat sind.
- **Goodwill nur temporär übertragbar**
  Hier empfiehlt sich ein **phasisches Bewertungsmodell.** In der ersten Phase, der sogenannten Übergangsphase, werden die überschüssigen Erträge berücksichtigt, in der zweiten Phase, ab dem Zeitpunkt X, wird der Goodwill entfernt. Methodisch gibt es mehrere gleichwertige Wege:
  - **DCF- bzw. Ertragswert mit Abschmelzen**
    Im Rahmen der detaillierten Planung werden die Überschussgewinne Jahr für Jahr reduziert, beispielsweise über 3 oder 5 Jahre linear oder degressiv, und dann wird im Terminal bzw. Residual Value kein Goodwill mehr angesetzt.
  - **Temporäre Übergewinnkapitalisierung bzw. verkürzte Goodwillrentendauer**
    Dies ist ein zweistufiger Rechenansatz, bei dem man zuerst den Barwert einer endlichen Anzahl von Übergewinnen berechnet und diesen zum Substanzwert addiert.
    Beispiel: Der Goodwill hält noch 3 Jahre an. Es wird folglich der Übergewinn für 3 Jahre mit dem jeweiligen Kalkulationszins abgezinst und aufsummiert, sogenannter Goodwillbarwert. Dieser wird zu den substanzgedeckten Werten hinzuaddiert. Die verkürzte Goodwillrente endet nach der definierten Frist, danach zählt nur noch der substanzbasierte Ertrag.
    Mathematisch ist dieser Ansatz äquivalent zum vorgenannten DCF-Wert mit Abschmelzung, nur anders aufbereitet.
  - **Mittelwertmethode mit modifizierter Gewichtung**
    In gewissen Fällen kann auch eine modifizierte Praktikermethode angewandt werden, beispielsweise indem der Ertragswert nur teilweise und befristet berücksichtigt wird.
    Allerdings stösst die einfache Mittelwertrechnung bei komplexen zeitlichen Verlaufsformen an Grenzen und wird daher selten für temporäre Effekte allein verwendet. Eher würde sie als Plausibilitätscheck neben den anderen Methoden berechnet.
- **Goodwill voll übertragbar**
  In diesem Idealfall kann die **klassische Ertragswert- oder DCF-Methode** uneingeschränkt angewandt werden.
  Alle erzielten Überschüsse gelten als unabhängig von der Person des Unternehmers und dauerhaft erzielbar. Das Unternehmen wird als perpetuierbare Einheit bewertet, in der die immateriellen Erfolgsfaktoren auf den Käufer übergehen.
  Hierbei fliesst der gesamte ermittelte Goodwill in den Wert ein, d.h. mit 100 Prozent. In der Praxis sollte man sich vergewissern, dass die Annahme voller Übertragbarkeit tatsächlich plausibel ist. Bei KMU ist das, wie erwähnt, eher die Ausnahme als die Regel. Oft wird diese Situation bei grösseren, strukturierten KMU oder bei Unternehmen mit breiter Diversifikation an Kunden und Kompetenzen erreicht.

Im genannten Fachartikel TREX, Meier-Mazzucato/Tasini, 2021,[18] werden diese Varianten anhand eines Fallbeispiels durchgespielt. Dabei zeigte sich u.a., dass eine Begrenzung der Goodwilldauer auf 3 Jahre den Unternehmenswert in der Berechnung – verglichen mit einer Bewertung, die dauerhaften Goodwill unterstellt – um rund **36 Prozent** reduziert. Interessanterweise kamen verschiedene Methoden, DCF mit Abschmelzung versus Economic Value Added und verkürzte Goodwillrente, zu nahezu identischen Ergebnissen, wenn dieselben Annahmen getroffen wurden.
Die Autoren folgern, dass es «durchaus sinnvoll ist, mehrere oder gar alle Varianten bei nur temporär übertragbarer Ertragskraft zu berechnen», um die Robustheit des Ergebnisses zu prüfen. Dieser Methodenpluralismus – also das Durchführen von Parallelrechnungen – erhöht die Sicherheit, dass kein Aspekt übersehen wurde, und kann dem Bewertungsbericht zusätzliche Glaubwürdigkeit verleihen.
Zusammenfassend lässt sich die Methodenwahl wie folgt verbinden: Je geringer die Übertragbarkeit der Ertragskraft, desto stärker rückt der Substanzwert in den Vordergrund, während bei hoher Übertragbarkeit die Ertragswertverfahren dominieren (vgl. Abbildung 2).[19]
Kann die Ertragskraft nicht übertragen werden, kommt i.d.R. der Substanz- bzw. Liquidationswert als Wertmass zum Tragen und alternativ die Kosten einer Reproduktion des Unternehmens im Sinn der Alternative Make-or-Buy.
Bei nur teilweise übertragbarer Ertragskraft fallen Teile der personenbezogenen Einflüsse mit Ausscheiden des bisherigen Eigentümers weg. Dieser Umstand muss in der Planung durch eine Anpassung der Erlöse und Aufwendungen berücksichtigt werden.
Die bei KMU bedeutsamsten Situationen einer nur temporär übertragbaren Ertragskraft sind ausgeprägte Kundenbeziehungen i.S. von Bestandskunden, die eigentümerbezogene Fähigkeit der Akquisition von Neukunden und ein eigentümerbezogenes fachspezifisches Know-how. Der darauf entfallende Wertbeitrag sollte analysiert und dann abgeschmolzen bzw. nur temporär berücksichtigt werden.

Abbildung 2: Ertragskraft im Rahmen der Unternehmensbewertung und anwendbare Unternehmensbewertungsmodelle



Quelle: Hüttche Tobias/Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», S. 86.

Abbildung 3: Ertragskraft im Rahmen der Unternehmensbewertung und anwendbare Unternehmensbewertungsmodelle

Übertragbarkeit Ertragskraft	Berechnungsgrundlagen	Unternehmensbewertungsmodell
voll übertragbar	alle Wertfaktoren	DCF- bzw. Ertragswertmodelle mit allen Wertfaktoren
nur teilweise übertragbar	Elimination wegfallende Wertfaktoren	DCF- bzw. Ertragswertmodelle mit wegfallenden Faktoren
nur temporär übertragbar	Abschmelzen Übergewinne bzw. temporäre Übergewinnkapitalisierung und verkürzte Goodwillrentendauer	DCF- bzw. Ertragswertmodelle mit abschmelzenden Übergewinnen, Mittelwertmethode, EVA-Methode, temporäre Übergewinnkapitalisierung bzw. verkürzte Goodwillrentendauer
nicht übertragbar	Bestandeswertfaktoren	Substanz- bzw. Liquidationswert und alternativ Reproduktionswert

Siehe hierzu auch:
- Hüttche Tobias/Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», S. 86.
- Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», EXPERTsuisse, 6. September 2018, Kapitel 3.3.2.4. Übertragbarkeit der Ertragskraft; Hüttche Tobias/Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», S. 85 ff.
- ITERA AG, Vision 11/2024, itera.ch.

Erst danach kann in die Restwertphase übergeleitet werden, wobei es angemessen sein kann, statt eines Fortführungswerts den Liquidationswert einzusetzen.
In Abhängigkeit zur Übertragbarkeit der Ertragskraft kommen verschiedene Varianten der Berechnung, und mit diesen Berechnungen verbundene, erfassende Unternehmensbewertungsmodelle zum Einsatz. Siehe dazu Abbildung 2 und Abbildung 3.

6. Praxisbeispiel I: Wertdifferenzen durch Goodwillübertragbarkeit

Zum besseren Verständnis wird ein einfaches Bewertungsbeispiel betrachtet.
Das KMU A AG erwirtschaftet einen nachhaltigen jährlichen Gewinn nach Eigentümerlöhnen von 200 000 Franken. Der betriebliche Substanzwert bzw. das betriebliche Nettovermögen beträgt 1 Mio. Franken. Unterstellt wird ein Kapitalkostensatz von 10 Prozent, sodass sich eine Normalverzinsung des Substanzwerts von 100 000 Franken ergibt. Daraus folgt ein Übergewinn von 100 000 Franken pro Jahr, entsprechend 200 000 Franken Gewinn abzüglich 100 000 Franken Basisverzinsung.
Nun sollen drei Szenarien betrachtet werden, die unterschiedliche Grade der Übertragbarkeit des Goodwills reflektieren:

- **Szenario A: Voll übertragbare Ertragskraft**
  Ein Käufer kann die 200 000 Franken Gewinn ab dem ersten Jahr in gleicher Höhe weiter erwirtschaften, da sämtliche wertschöpfenden Faktoren unternehmensbezogen sind.
  In diesem Fall würde ein Ertragswertverfahren den vollen Goodwill ansetzen.
  Der Goodwill entspricht dem Kapitalwert des Übergewinns, nämlich 100 000 Franken/10 Prozent = **1 Mio. Franken**.
  Zusammen mit dem Substanzwert von 1 Mio. Franken ergäbe sich ein Unternehmenswert von **2 Mio. Franken**.
- **Szenario B: Dauerhaft nur teilweise übertragbare Ertragskraft**
  Angenommen, **50 Prozent** des Übergewinns gehen mit dem bisherigen Unternehmer weg, beispielsweise weil die Hälfte der Kunden abspringt oder ersetzt werden muss. Der künftig erzielbare Gewinn für den Käufer sinkt dauerhaft auf 150 000 Franken. Damit reduziert sich der Übergewinn auf 50 000 Franken über der Normalrendite.
  Der Goodwill aus Käufersicht beträgt dann 50 000 Franken/10 Prozent = **500 000 Franken.** Der Unternehmenswert läge bei **1,5 Mio. Franken** = 1 Mio. Franken Substanzwert + 0,5 Mio. Franken Goodwill.
  Dieses Ergebnis würde beispielsweise einer Mittelwertmethode mit 1 : 1-Gewichtung nahekommen, die – wie erwähnt – den Goodwill hälftig berücksichtigt. Ein Käufer würde also aufgrund der nur teilweisen Übertragbarkeit rund **25 Prozent** weniger zahlen als im Szenario der vollen Goodwillübernahme.
- **Szenario C: Nur temporär übertragbare Ertragskraft**
  Hier soll unterstellt werden, dass der Übergewinn von 100 000 Franken noch für eine Übergangszeit von 3 Jahren vom Übernehmer realisiert werden kann, etwa durch Mitarbeit des bisherigen Eigentümers oder schrittweise Kundenübergabe, danach aber komplett entfällt.
  Die planmässigen Gewinne wären also: Jahre 1 bis 3 weiterhin 200 000 Franken, ab Jahr 4 dauerhaft 100 000 Franken, d.h. nur Normalverzinsung und kein Übergewinn mehr. Der Käufer wird diesen Ablauf in seinem Preis antizipieren. Der Unternehmenswert kann mittels zweiphasiger DCF-Methode ermittelt werden: Diskontierter Wert der Gewinne Jahre 1–3 plus Wert ab Jahr 4 als Terminal bzw. Residual Value.
  Die Berechnung erfolgt, indem der Barwert der ersten 3 Jahre Reingewinn mit je 200 000 Franken abgezinst wird, zuzüglich des Barwerts des Terminal bzw. Residual Value ab Jahr 4 mit 100 000 Franken jährlich ab Jahr 4 als ewige Rente, abgezinst auf t = 0.
  Die vereinfachte Rechnung ergibt: Barwert der Übergangsgewinne = 200 000 Franken × 2,487 ≈ 497 000 Franken, aufge-

zinst mit Diskontfaktor 10 Prozent auf 3 Jahre ≈ 2,487. Terminal Value ab Jahr 4 = 100000 Franken/10 Prozent = 1 Mio. Franken, abgezinst auf 3 Jahre zurück: 1 Mio. Franken/1,331) ≈ **751 000 Franken**. Summe = 497 000 Franken + 751 000 Franken = **1 248 000 Franken.**

Rundung und Hinzufügen des nicht betrieblichen Vermögens vorausgesetzt, im vorliegenden Beispiel mit 0 Franken angenommen, ergibt sich ein Unternehmenswert von ca. **1,25 Mio. Franken.**

Verglichen mit Szenario A mit einem Unternehmenswert von 2 Mio. Franken, ist dies eine **Reduktion von knapp 37 Prozent,** ein Ausmass ähnlich dem, was im besagten Fachartikel TREX 4/2021 empirisch aufgezeigt wurde.

➜ Die drei Szenarien machen Folgendes deutlich:

Die Einschätzung der Übertragbarkeit des Goodwills beeinflusst den Unternehmenswert beträchtlich.

Zwischen voller Übertragbarkeit (Szenario A) und stark personengebundener Ertragskraft (Szenario C) liegt im Beispiel eine Differenz von rund 750000 Franken bzw. 37 Prozent des Unternehmenswerts.

In der Praxis variiert dieser Effekt je nach Umsatzstruktur, Branche und Nachfolgeregelung erheblich, doch sollte er niemals vernachlässigt werden. Für Treuhänder und Bewertungsexperten bedeutet dies, dass sie bei KMU-Bewertungen sorgfältig prüfen müssen, welcher Anteil des derzeit beobachtbaren Gewinns einem Käufer tatsächlich nachhaltig zur Verfügung stehen wird.

7. Praxisbeispiel II: Mitnahme Goodwill bei Ab- bzw. Aufspaltung

Das folgende Fallbeispiel der Abspaltung eines regionalen Teilbetriebs eines Ingenieurunternehmens verdeutlicht die Zuordnung von Goodwill zu subjektorientiertem, d.h. personengebundenem, und objektorientiertem, m.a.W. unternehmensbezogenem, sehr gut.

Die A AG ist ein überregionales Ingenieurunternehmen mit hochspezifischem Wissen und Zweigniederlassungen in den Kantonen X und Y. Die Zweigniederlassung im Kanton Y, einem grossen Wirtschaftskanton, performt besonders gut. Der Leiter der Zweigniederlassung Y, welcher auch Mitaktionär der A AG ist, möchte sich mit der Zweigniederlassung Y in einer eigenen Aktiengesellschaft, der B AG, verselbständigen. Verwaltungsrat und Generalversammlung der A AG stimmen der asymmetrischen Abspaltung zu. Asymmetrisch deshalb, weil nicht nur ein Teilbetrieb der A AG abgespalten wird, sondern weil auch das Aktionariat der A AG aufgespalten wird.

Die Spaltungsbilanz der A AG sieht die Abspaltung gewisser Aktiven und Passiven zu Buchwerten an die B AG vor. Ein allfälliger Goodwill, der von der A AG an die B AG abgespalten würde, wird nicht aufgeführt, obschon die Abspaltung auch die Übertragung sämtlicher Kunden und Mitarbeiter der Zweigniederlassung Y umfasst (vgl. Abbildung 4).

Wird, wie im vorliegenden Fall dieses Ingenieurunternehmens mit hochspezifischem Wissen, einzig ein subjektorientierter Goodwill für die Zweigniederlassung Y festgestellt, kann dieser im Rahmen der Abspaltung des Teilbetriebs Y von der A AG zur B AG nicht übertragen werden, da er höchstpersönlicher Natur und infolgedessen mit den Mitarbeitern der Zweigniederlassung Y verbunden ist. Dies hängt damit zusammen, dass nur übertragbar ist, was einem auch gehört. Im vorliegenden Fall gehört dieser subjektorientierte Goodwill jedoch nicht der A AG, sodass sie ihn auch nicht übertragen kann.[20]

Verständlich wird dies, wenn alternativ die Mitarbeiter der Zweigniederlassung Y die Abspaltung nicht mitvollziehen, sondern bei der A AG kündigen und sich in der C AG selbständig machen.[21] ■

➜ Fazit

In der Bewertung von KMU in der Schweiz ist die **Unterscheidung zwischen subjekt- bzw. personengebundenem und objekt- bzw. unternehmensbezogenem Goodwill** von zentraler Bedeutung. Theorie und Praxis zeigen übereinstimmend, dass der Wert eines eigentümergeführten Unternehmens nicht losgelöst von der Person des Eigentümers betrachtet werden kann, es sei denn, man strebt bewusst eine objektivierte Bewertungsgrösse an, die den Einfluss der Person des Unternehmers konsequent herausrechnet. Die Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von KMU» fordert zu Recht, die Übertragbarkeit der Ertragskraft explizit zu analysieren und im Gutachten darzulegen, wie dieser Aspekt bei der Bewertung berücksichtigt wurde.

Für die Praxis lassen sich folgende Kernpunkte festhalten:

- **Analyse vor Methode**
  Am Anfang jeder Bewertung eines KMU sollte eine gründliche Auseinandersetzung mit der Frage stehen, wie viel des aktuellen Erfolgs ohne die bisherige Führungsperson fortbestehen kann.
  Diese Analyse umfasst sowohl quantitative Anpassungen, beispielsweise Herausrechnen überhöhter oder nicht nachhaltig übertragbarer Gewinne, als auch qualitative Beurteilungen, beispielsweise Abhängigkeit der Kunden vom Inhaber, Mobilität der Belegschaft, Know-how-Dokumentation.
- **Methodenwahl gezielt anpassen**
  Je nach Ergebnis der obigen Analyse ist die Bewertungsmethode zu wählen, die dem Fall gerecht wird.
  Bei substanzlastigen, personenbezogenen Unternehmen gewinnt der Substanzwert an Gewicht, bis hin zur Liquidationswertbetrachtung.
  Sind nur gewisse Teile temporär übertragbar, sollte mit mehrperiodigen Modellen, DCF mit Abschmelzung oder Übergewinnmethoden, gearbeitet werden. Wo hingegen die persönliche Prägung gering ist, kann das übliche Ertragswertverfahren zum Einsatz kommen, flankiert von Plausibilitätsrechnungen, etwa mittels Praktikermethode.
- **Plausibilisieren durch multiple Ansätze**
  Wie die Studie der «Methodenvielfalt»[22] gezeigt hat, führen unterschiedliche Verfahren oft zu vergleichbaren Resultaten, wenn die Prämissen konsistent sind. Es kann daher sinnvoll sein, parallel mehrere Bewertungsansätze durchzuspielen, beispielsweise DCF-Methode, Übergewinnmethode, Mittelwertmethode, und die Ergebnisse zu vergleichen.
  Grössere Abweichungen liefern wertvolle Hinweise: Sie deuten etwa darauf hin, dass die Annahmen zur Abschmelzung des Good-

Abbildung 4: Keine Übertragung subjektorientierter Goodwill anlässlich Abspaltung

Qualifikation Goodwill Y als vollständig subjektorientiert bzw. personengebunden

wills überprüft werden sollten oder dass ein bestimmter Werttreiber, beispielsweise der Substanzwert, im Einzelfall dominiert.

- **Kommunikation im Gutachten**
  Da die Frage der Übertragbarkeit von Goodwill für Laien, etwa Unternehmer, die ihren Betrieb verkaufen wollen, oft schwer fassbar ist, sollte der Bewertungsbericht diesen Aspekt klar und nachvollziehbar erläutern. Rechenbeispiele oder Szenarien im Gutachten können helfen, das Verständnis zu fördern, indem beispielsweise aufgezeigt wird, wie sich der Wert verändert, wenn der Einfluss des Unternehmers herausgerechnet wird. Letztlich erhöht dies die Akzeptanz der Unternehmensbewertung und erleichtert die Kommunikation zwischen Bewertungsexperten und Kunde.

Abschliessend lässt sich sagen, dass die sorgfältige Unterscheidung zwischen subjektorientiertem und objektorientiertem Goodwill kein Selbstzweck ist, sondern direkt in **faire und realistische Unternehmenswerte** mündet.
Für Treuhänder und Bewertungsexperten bedeutet dies einerseits methodische Disziplin – nämlich die Anpassung von Planung und Bewertungsverfahren an die Gegebenheiten des Unternehmens – und andererseits kommunikative Kompetenz, um die Ergebnisse plausibel darzustellen.
Die Unternehmensbewertung von KMU erfordert somit nicht nur zahlengetriebene Analytik, sondern auch ein tiefes Verständnis für die weichen Faktoren des Goodwills und dessen Einfluss auf den Wert. Indem diese Faktoren transparent gemacht und angemessen berücksichtigt werden, wird die Bewertung für alle Beteiligten nachvollziehbarer und ausgewogener, sei es im Rahmen einer Nachfolgeregelung, eines Kaufs bzw. Verkaufs oder anderer Bewertungsanlässe.
Die Literatur und Praxisleitfäden – wie jene, die für diesen Beitrag verwendet worden sind – liefern hierzu wertvolle Orientierungshilfen, die im vorliegenden Beitrag zusammengeführt wurden.
Letztlich gilt: **Ein KMU ist immer so viel wert, wie ein Käufer für die übertragbare Ertragskraft zu zahlen bereit ist – nicht für die Ertragskraft, die in der Person des Verkäufers verbleibt.** Dies im Auge zu behalten ist Kern einer jeden seriösen Bewertung eines KMU.

1 Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», EXPERTsuisse, 6. September 2018.
2 Meier-Mazzucato, Giorgio/Tasini, Giulia, Methodenvielfalt der Unternehmensbewertungen: Anwendung der Praktikermethode bei Bewertungen von KMU und Übertragbarkeit der Ertragskraft, in: TREX 4/2021, S. 204 ff.
3 S. dazu auch ITERA AG, Vision 11/2024, itera.ch.
4 Gemeint sind hiermit reiner Ertragswert, DCF-Wert und EVA-Wert. S. auch Meier-Mazzucato, Giorgio/Tasini, Giulia, Methodenvielfalt der Unternehmensbewertungen: Anwendung der Praktikermethode bei Bewertungen von KMU und Übertragbarkeit der Ertragskraft, in: TREX 4/2021, S. 204 ff.
5 In der Schweiz auch als Fair Value bezeichnet. S. dazu u.v. Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung, Band «Buchführung und Rechnungslegung», 2024, an verschiedenen Stellen, beispielsweise IV.7.2.3 Fair Value der Nettoaktiven, S. 418.
6 Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», EXPERTsuisse, 6. September 2018, an verschiedenen Stellen.
7 Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», EXPERTsuisse, 6. September 2018, 2.1.3. Bewertungszwecke und Wertkonzeptionen.
8 Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», EXPERTsuisse, 6. September 2018, 3.3.2.4. Übertragbarkeit der Ertragskraft, N77 ff.
9 Hier kommt das Prinzip in der Unternehmensbewertung, «Niemand kauft sich selber», zum Tragen.
10 Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», EXPERTsuisse, 6. September 2018, 3.3.2.4. Übertragbarkeit der Ertragskraft, N77 ff.
11 S. dazu auch ITERA AG, Vision 11/2024, itera.ch.
12 Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», EXPERTsuisse, 6. September 2018, 3.3.2.4. Übertragbarkeit der Ertragskraft, N77 ff.
13 S. dazu auch ITERA AG, Vision 11/2024, itera.ch.
14 Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», EXPERTsuisse, 6. September 2018, 3.3.2.4. Übertragbarkeit der Ertragskraft, N77 ff.
15 Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», EXPERTsuisse, 6. September 2018, 3.3.2.4. Übertragbarkeit der Ertragskraft, N77 ff.
16 S. dazu auch ITERA AG, Vision 11/2024, itera.ch.
17 In Anlehnung an Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», EXPERTsuisse, 6. September 2018, 3.3.2.4. Übertragbarkeit der Ertragskraft, N77 ff., und Meier-Mazzucato, Giorgio/Tasini, Giulia, Methodenvielfalt der Unternehmensbewertungen: Anwendung der Praktikermethode bei Bewertungen von KMU und Übertragbarkeit der Ertragskraft, in: TREX 4/2021, S. 204 ff.
18 Meier-Mazzucato, Giorgio/Tasini, Giulia, Methodenvielfalt der Unternehmensbewertungen: Anwendung der Praktikermethode bei Bewertungen von KMU und Übertragbarkeit der Ertragskraft, in: TREX 4/2021, S. 204 ff.
19 S. dazu auch ITERA AG, Vision 11/2024, itera.ch.
20 Es gilt hier der Rechtsgrundsatz: Niemand kann mehr Rechte übertragen, als er selber hat, auch «nemo plus iuris transferre potest, quam ipse habet», ein aus dem Corpus iuris civilis D. 50, 17, 54 stammender Rechtsgrundsatz, der grundsätzlich heute noch gültig ist. S. dazu auch BGer vom 8. März 2024, 4A_604/2023; BGer vom 29. März 2018, 5A_962/2017.
21 Vorbehalten bleiben Fälle, in denen für die Übertragung von Mitarbeitern von einer Unit zur anderen ein Wert vereinbart wird.
22 Meier-Mazzucato, Giorgio/Tasini, Giulia, Methodenvielfalt der Unternehmensbewertungen: Anwendung der Praktikermethode bei Bewertungen von KMU und Übertragbarkeit der Ertragskraft, in: TREX 4/2021, S. 204 ff.