KMU Next
PME
PMI

Schweizer Stiftung
für KMU Nachfolge



Der Emotionale Wert als Chance für die Schweiz

Bericht Nr. 2 / 2012

© Stiftung KMU Next

Herausgeber
Stiftung KMU Next
Schwarztorstrass 26
3001 Bern
www.kmunext.ch
info@kmunext.ch

Autoren
Dr. Frank Halter und Tobias Dehlen

Verantwortung Inhalt
Think Tank von Stiftung KMU Next
vertreten durch das Center for Family Business
der Universität St.Gallen (CFB-HSG)
Dufourstrasse 40a
9000 St.Gallen
www.cfb.unisg.ch
cfb-hsg@unisg.ch

Veröffentlichung
Bern, Juni 2012

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	4
Vom Unternehmenswert zum Transaktionspreis	5
Unternehmensbewertung	7
Einzelbewertungsverfahren	8
Gesamtbewertungsverfahren	9
Discounted Cash-Flow-Methode (DCF-Methode)	9
Multiplikatoren-Methode	11
Box für Praktiker	12
Finanzierung	13
Box für Praktiker	15
Emotionaler Wert	16
Emotionaler Nutzen	17
Emotionale Kosten	17
Box für Praktiker	18
Emotionaler Wert als Chance	19
Literaturverzeichnis	22
Dank	23

Vorwort

Unternehmenswert = Preis?

Geschätzte Leserinnen und Leser

Die Praxis zeigt sehr häufig, dass eine Unternehmensbewertung Erwartungshaltungen schafft, welche im Prozess oft nicht eingelöst werden können und in der Folge die grosse Enttäuschung eintrifft oder gar ganze Nachfolgeprozesse abgebrochen werden.

Entgegen der allgemeinen Meinung in der Literatur stellen wir vorliegend den Grundsatz in Frage, dass ein Transaktionspreis mittels finanz-technischen Bewertungsmodellen bestmöglich festgelegt werden kann. Insbesondere für Kleinst- und Kleinunternehmen, die häufig privat gehalten und in Familienhand sind, muss diese rein finanz-technische Betrachtung der Transaktionspreisfindung hinterfragt werden.

Aufbauend auf aktuellen Forschungsergebnissen am CFB-HSG, verbunden mit verschiedenen praktischen Erfahrungen sowie der Diskussion im Rahmen des Think Tank der Stiftung KMU Next möchten wir in diesem Bericht sinnvolle Ergänzungen zu der rein finanz-technischen Unternehmensbewertung andiskutieren; der besondere Schwerpunkt soll dabei, neben der Finanzierung, auf dem Emotionalen Wert, den ein Unternehmer oder eine Unternehmerfamilie seinem Unternehmen beimisst, liegen.

Der Emotionale Wert kann in Kleinst- und Kleinunternehmen Gefahr, aber auch Chance für die Transaktionspreisfindung in der Nachfolge sein.

Dr. Frank Halter und Tobias Dehlen
Die Autoren

Vom Unternehmenswert zum Transaktionspreis

Es kann erfreulich sein, als UnternehmerIn zu wissen, wie viel Wert das eigene Unternehmen hat. Im Rahmen der Unternehmensnachfolge wiederrum mag es sogar notwendig sein, dass Übergeber und Übernehmer einschätzen können, was ein Unternehmen wert ist. Eine solche Nachfolgetransaktion zieht somit unweigerlich den Bedarf für eine Preisbestimmung nach sich. Aber was bestimmt den ***Transaktionspreis***, d.h. den Betrag, den der Übernehmer dem Übergeber zu zahlen hat? In Wissenschaft und Praxis werden zahlreiche Methoden zur ***Unternehmensbewertung*** entwickelt und genutzt.

Angefangen beim Substanzwertverfahren, das – vereinfacht gesprochen – den Unternehmenswert als Summe aller Einzelvermögensgegenstände abzüglich der Schulden der Unternehmung bestimmt, bis hin zum Realoptionsansatz, der unternehmerische Handlungsalternativen in die Bestimmung des Unternehmenswertes versucht miteinzubeziehen, finden sich verschiedenste Ansätze, einen ***finanz-technischen Wert*** für ein Unternehmen zu finden.

- Sind mit einem rein finanz-technischen Ansatz aber alle wertstiftenden Charakteristika eines Unternehmens eindeutig erfasst?
- Ist es also ausreichend, eine finanz-technische Unternehmensbewertung durchzuführen, um einen Transaktionspreis zu bestimmen?

Die Wissenschaftler Granata und Chirico [2010] untersuchen Akquisitionen aus Lebensmittel- und Getränkeindustrie in dem Zeitraum 2000-2008. Dabei finden sie, dass Familienunternehmen mit einem Abschlag von 16% (Mittelwert) bzw. 5% (Median) im Vergleich zu marktgerechten Unternehmensbewertungen gekauft werden. Für Familienunternehmen sieht die Realität offenbar anders aus.

Aufbauend auf den oben dargelegten Erkenntnissen, weicht dieser Bericht von der Logik, dass ausschliesslich der finanz-technische Unternehmenswert den Transaktionspreis bestimmt, ab. Insbesondere mit dem ***Blick auf Kleinst- und Kleinunternehmen*** gilt es hier einen viel kritischeren Blick auf die Grenzen und Gefahren von finanz-technischen Unternehmenswerten zu legen. Neben der vom verkaufenden Unternehmer zu beantwortenden Frage, wie viel Geld er denn haben müsste (z.B. in Folge offener Vorsorge), sind entlang dem „Dreieck“ von Halter & Schröder (2011) folgende 3 Kernelemente mitentscheidend (vgl. dazu Abbildung 2):

- Welchen Wert hat das Unternehmen aus einer finanz-technischen Perspektive?
- Über welches Finanzierungspotential verfügt das Unternehmen?
- Wie hoch ist der emotionale Wert des Unternehmens und wie wird mit diesem Umgegangen?

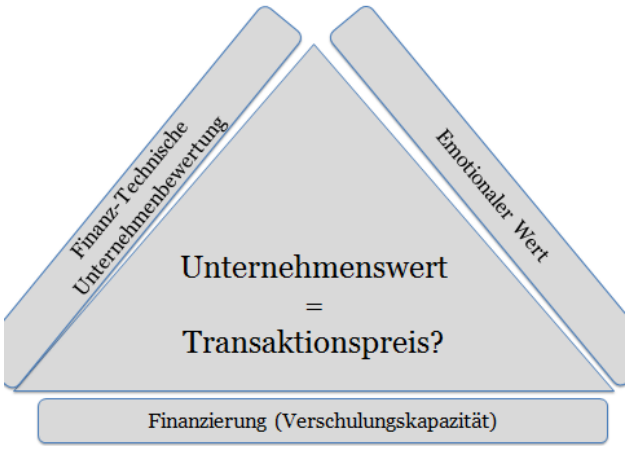


Abbildung 1: Wert und Preis sind nicht gleich[1]

Im Folgenden werden wir uns mit den drei Bestimmungsfaktoren des Transaktionspreises, d.h. Unternehmensbewertung, Finanzierung und Emotionaler Wert, kritisch auseinandersetzen. Insbesondere die Bedeutung des Emotionalen Wertes soll herausgestellt werden, da dieser Bereich von der gängigen Literatur weitestgehend unbeachtet geblieben ist und in der Praxis sehr häufig beobachtet werden kann.

Die Chancen, die ein genaueres Verständnis über den Emotionalen Wert – insbesondere im Umfeld von Nachfolgen im Bereich der Kleinst- und Kleinunternehmen – birgt, wurden somit bis dato nicht, oder nur unzureichend, genutzt.

[1] i.A. Halter & Schröder 2011, S. 120.

Unternehmensbewertung

„Der Inhaber und Verkäufer schaut von hier in die Vergangenheit.
Ich als Käufer schaue von diesem Punkt in die Zukunft.
Da können sehr grosser Unterschiede bzgl. Blickwinkel entstehen“
Kleinunternehmer während der Unternehmensnachfolge, Jg. 1944[2]

Für die Bewertung eines Unternehmens kann eine ***Vielzahl von verschiedenen Unternehmensbewertungsverfahren*** angewendet werden. Alle diese Verfahren zielen darauf ab, einen möglichst präzisen Unternehmenswert festzulegen oder zu schätzen, aus dem dann ein Kauf- bzw. Verkaufspreis für das Unternehmenseigentum abgeleitet werden kann.

Dabei ist festzuhalten, dass die Bezeichnung „Unternehmenswert“ nicht eindeutig definiert ist; in diesem Kapitel verwenden wir die Bezeichnung „Unternehmenswert“, wenn wir uns explizit auf den Wert des Gesamtkapitals beziehen (vgl. englischer Begriff „enterprise / entity value“). Wenn wir von dem Kauf- bzw. Verkaufspreis für das Unternehmenseigentum sprechen, werden wird die Bezeichnung „Eigenkapitalwert“ verwenden.

Bei den Unternehmensbewertungsverfahren kann grob zwischen ***Einzelbewertungs-, Misch- und Gesamtbewertungsverfahren*** unterschieden werden, wobei es wiederum eine Vielzahl an Unterspezifikation innerhalb jeder dieser drei Gruppen gibt.[3] Einen Überblick soll Abbildung 2 geben. Im Folgenden werden ausgewählte Verfahren kurz dargestellt.

[2] Credit Suisse (Hrsg.) 2009, S. 25.
[3] Ernst, Schneider, Thielen 2008, S. 2.

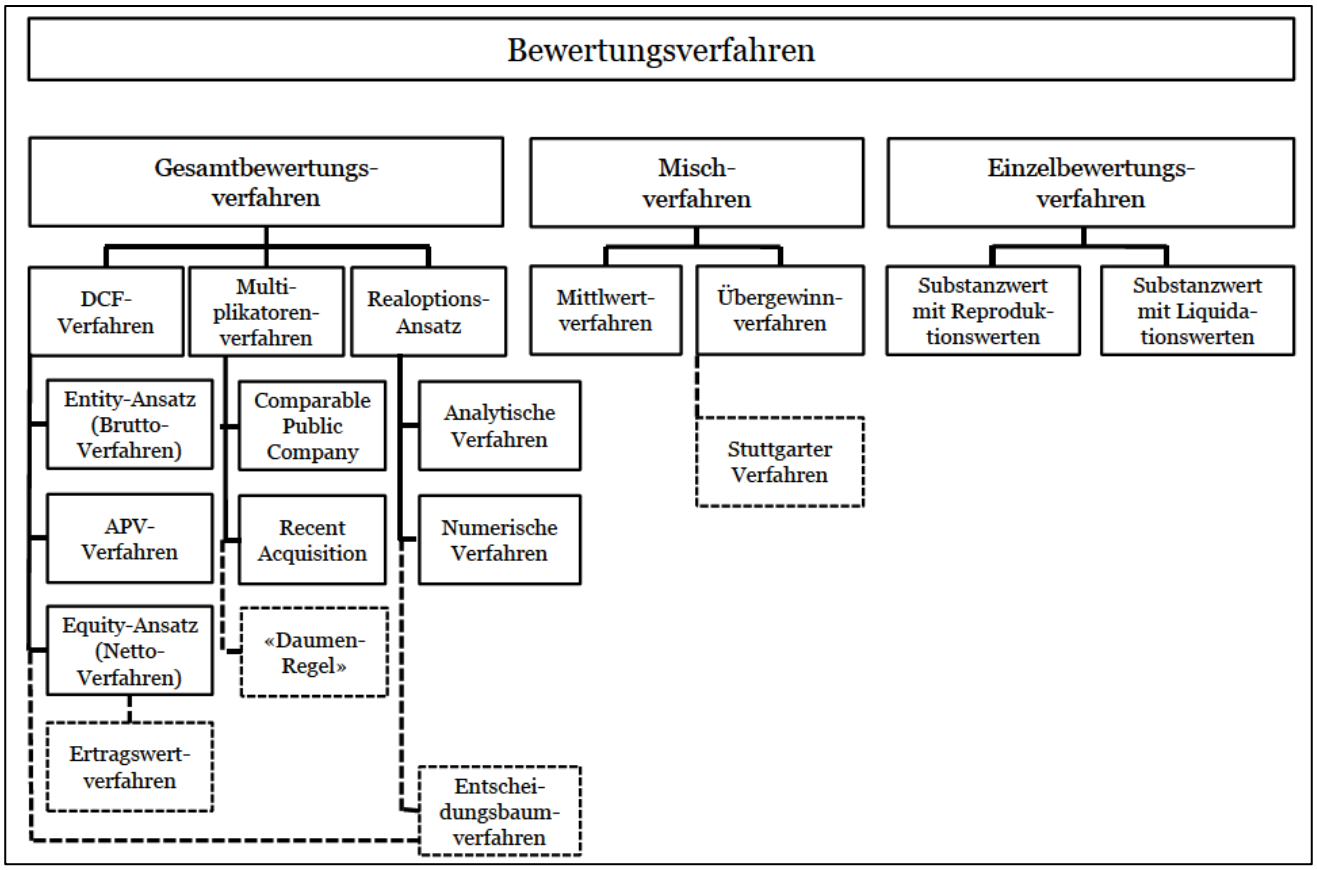


Abbildung 2: Überblick über die Unternehmenswertungsverfahren[4]

Einzelbewertungsverfahren

Zu den sogenannten Einzelbewertungsverfahren zählen das Substanzwertverfahren und dabei massgeblich der ***Substanzwert nach Reproduktionswert*** und der ***Substanzwert nach Liquidationswerten***. Beide Verfahren haben gemein, dass sie alle vorhandenen Vermögensgegenstände und Schulden eines Unternehmens isoliert betrachten, und durch Saldierung einen Eigenkapitalwert bestimmen.

Das Substanzwertverfahren nach Reproduktionswerten zieht als Werte für die einzelnen Vermögensgegenstände, ihre Reproduktionswerte (d.h. Wiederbeschaffungswerte) heran, wobei das Substanzwertverfahren nach Liquidationswerten die Werte heranzieht, die eine Liquidation aktuell ergeben würde.

Die zentralen Nachteile beider Bewertungsverfahren sind in ihrem Ansatz begründet. Durch die separate Betrachtung aller Vermögensgegenstände (und Schulden) wird unternehmerisches Handeln explizit aus der Bewertung ausgeschlossen.[5] Ebenso sind beide Ansätze rückwärtsgerichtet, d.h. sie nutzen Informationen zu bereits im Unternehmen vorhandenen Ressourcen, um einen

[4] Ernst, Schneider, Thielen 2008, S. 2.
[5] Ernst, Schneider, Thielen 2008, S. 5.

Eigenkapitalwert zu bestimmen, und vernachlässigen damit die Zukunftsaussichten und Ertragskraft des Unternehmens.[6] Nicht alleine wegen diesen Nachteilen hat sich eine Bewertung rein anhand eines Substanzwertverfahrens in der Praxis nicht durchgesetzt. Vielmehr wird das Ergebnis einer solchen Bewertung, wenn überhaupt, oft als unteres Limit für einen Transaktionspreis angesehen. Anders sieht dies zum Beispiel aus, wenn es in der Unternehmensbilanz ein sehr hohes Anlagevermögen hat (z.B. Immobilienportfolio), welches jedoch nicht zum Kerngeschäft des Unternehmens gehört. In solchen Fällen gilt es Angepasst auf die Nachfolgeoptionen weitere Massnahmen zu treffen.

Gesamtbewertungsverfahren

Gesamtbewertungsverfahren verstehen das Unternehmen als Einheit, was eine einzelne Betrachtung der Vermögensgegenstände und Schulden zur Bestimmung des Eigenkapitalwertes konzeptionell ausschliesst. Vielmehr dient die Ertragskraft der gesamten Einheit als Bewertungsgrundlage. Im Gegensatz zu den rückwärtsgerichteten Einzelbewertungsverfahren, wird der Unternehmenswert / der Eigenkapitalwert bei den Gesamtbewertungsverfahren somit nur aus der zukünftig erwarteten Ertragskraft einer Unternehmung gebildet.[7] Die wichtigsten Gesamtbewertungsverfahren sind die sogenannte Discounted Cash-Flow-Methode (DCF-Methode; die verbreitete Ertragswertmethode ist ein Sonderfall der DCF-Methode) und die Multiplikatoren-Methode.

DCF-Methode

Die DCF-Methode ist die international wohl weitest-verbreitete Unternehmensbewertungsmethode. Diese Bewertungsmethode ist finanztheoretisch motiviert und baut in ihrem Kern auf dem Nettobarwertprinzip auf, d.h. dass es einem Investor lieber ist (d.h., mehr wert ist) einen Franken heute als morgen zu erhalten. Um den Investor dennoch dazu zu bringen, auf den Franken heute zu verzichten und auf den Franken morgen zu warten, muss ihm eine „Warte“-Rendite versprochen werden. Dabei muss diese Rendite die Opportunitätskosten des Wartens wiederspiegeln, also den Investor darüber hinwegtrösten, dass er den Franken noch nicht heute ausgeben oder wieder neu investieren konnte. Beträgt eine faire „Warte“-Rendite bspw. 5%, so müsste der Investor morgen 1,05 Franken anstelle von einem Franken heute bekommen, um indifferent zwischen beiden Alternativen zu sein. Anders ausgedrückt, wird die morgige Zahlung von 1,05 Franken mit der fairen „Warte“-Rendite diskontiert, so ergibt sich eine Nettobarwert (diskontierter Zukunftswert) von einem Franken – genauso viel wie man direkt bekommen hätte.

Bei der DCF-Methode geht es natürlich nicht um einen Franken heute oder morgen, sondern um Zahlungsströme, die dem Unternehmen zufliessen. Auch muss der Diskontierungszinssatz (‚faire „Warte“-Rendite‘ aus dem Beispiel) nicht nur den Zeitwert der zukünftigen Zahlungsströme erfassen, sondern bspw. auch deren Unsicherheit. Nichtsdestotrotz bleibt das Prinzip das gleiche:

[6] Ernst, Schneider, Thielen 2008, S. 5.
[7] Ernst, Schneider, Thielen 2008, S. 8.

(1) Zunächst bestimmt man die zukünftigen freien Zahlungsströme (zum besseren Verständnis, i.d.R.: *EBIT - EBIT x Steuerrate + Abschreibungen + Erhöhung Rückstellungen - Investitionen in Betriebsvermögen-Veränderung des Umlaufvermögens*)[8], die dem Unternehmen in Zukunft erwartungsgemäss zufliessen werden.
(2) Danach schätzt man einen Diskontierungszinssatz, der das Risiko, den Zeitwert, etc., der Zahlungsströme angemessen wiederspiegelt.
(3) Zu guter Letzt diskontiert man alle zukünftige erwarteten Zahlungsströme mit der Diskontierungsrate und erhält den Nettobarwert der Unternehmung.

Das hier sehr vereinfacht beschriebene Vorgehen wird auch als ***Bruttoverfahren*** bezeichnet, d.h., um den Eigenkapitalwert des Unternehmens, also den eigentlichen Kaufpreis für das Unternehmenseigentum, zu bestimmen müssen noch alle Nettoverbindlichkeiten von diesem Nettobarwert abgezogen werden.

Neben dem beschriebenen Ansatz gibt es noch das ***Nettoverfahren***, wo direkt der Eigenkapitalwert bestimmt wird. Ein Sonderfall des Nettoverfahrens ist die sogenannte Ertragswertmethode. Beim Nettoverfahren schätzt man nicht die freien Zahlungsströme für das Gesamtunternehmen, sondern nur diese, die den Eigenkapitalgebern zufliessen sollen. Auch die Diskontierungsrate muss in diesem Fall angepasst werden. Eine detaillierte Aufarbeitung der DCF-Methode soll aber nicht im Zentrum dieses Berichts stehen, deswegen beschränken wir uns auf diese kurze konzeptionelle Übersicht.

Bei der DCF-Methode ist es möglich, in einer sehr detaillierten Art und Weise einen Unternehmenswert / Eigenkapitalwert zu bestimmen. Dies ist auf der einen Seite ein grosser Vorteil dieses Ansatzes, weil die Flexibilität und der Detailgrad im Vergleich zu anderen Verfahren sehr hoch sind. Individuelle Geschäftsmodelle etc. lassen sich so gut abbilden und damit in die Bewertung miteinbeziehen. Gleichzeitig ist die Flexibilität und der Detailgrad allerdings auch die grösste Gefahr, und damit neben operationalen Schwierigkeiten auch der grösste Nachteil dieses Ansatzes: Durch gezielte Wahl der Annahmen lassen sich recht schnell hohe Wertveränderungen erzeugen.
Es gilt deswegen besonders, wichtige Annahmen, z.B. die Diskontierungsrate, genau zu hinterfragen, um Fehlschlüsse aus einer DCF-Bewertung zu vermeiden. Erzielt ein Unternehmen bspw. 100‘000,- Franken erwartete, freie Zahlungsströme p.a. in der Zukunft, so ergibt sich bei einem Diskontierungszinssatz von 5% ein Unternehmenswert von 2‘000‘000,- Franken, bei 6% ein Unternehmenswert von ca. 1‘670‘000,- Franken und bei 7% ein Unternehmenswert von ca.

[8] Ernst, Schneider, Thielen 2008, S. 32.

1‘430‘000,- Franken. Somit ergibt sich bei einer geringen Veränderung der Annahme zum Diskontierungszinssatz von 5 auf 7% ein Einbruch des geschätzten Unternehmenswertes von ca. 30%!

Multiplikatoren-Methode

Die sogenannte Multiplikator-Methode ist ein Markt-gerichtetes Bewertungsverfahren.[9] Grundsätzlich gilt für dieses Bewertungsverfahren folgende Logik: *Unternehmenswert des zu bewertenden Unternehmen = Unternehmenswert von Vergleichsunternehmen / Bezugsgrösse von Vergleichsunternehmen x Bezugsgrösse des zu bewertenden Unternehmen bzw. Eigenkapitalwert des zu bewertenden Unternehmen = Eigenkapitalwert von Vergleichsunternehmen / Bezugsgrösse von Vergleichsunternehmen x Bezugsgrösse des zu bewertenden Unternehmen.* Es gibt eine Vielzahl von Multiplikatoren, die in der Praxis zur Anwendung kommen, zu den Verbreitetsten zählen sicherlich das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) oder der EBIT/EBITDA Multiplikator.

Ein vereinfachtes Beispiel soll diese Bewertungsmethode kurz darstellen: Nehmen Sie an, Sie möchten den Eigenkapitalwert eines Lebensmittelunternehmens finden. Ein vergleichbares Unternehmen sei Nestlé; Nestlé weist zum 31. Dezember 2011 ein KGV von 18,2 (= *Eigenkapitalwert von Vergleichsunternehmen / Bezugsgrösse von Vergleichsunternehmen*) auf.[10] Wenn Ihr Unternehmen nun einen Gewinn von ca. 500‘000,- Franken zum Jahresende 2011 (= *Bezugsgrösse des zu bewertenden Unternehmen*) hatte, würden Sie den Eigenkapitalwert mit Hilfe des Multiplikator-Verfahrens aufbauend auf dem KGV-Multiplikator auf ca. 9‘100‘000,- Franken (= *Eigenkapitalwert des zu bewertenden Unternehmen*) schätzen.

Die Multiplikator-Methode ist eine intuitive und oftmals relativ schnell durchführbare Methode zur Unternehmensbewertung. Allerdings hat auch diese Methode ihre Schwachstellen oder Nachteile. Die wichtigsten Schwierigkeiten sind sicherlich

(1) die Identifikation und Auswahl von Vergleichsunternehmen und
(2) die hohe Anfälligkeit gegenüber zyklischen Bewertungen an den Börsen und auf den Transaktionsmärkten (die beiden zentralen Quellen, um Multiplikatoren zu bestimmen).

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die Vielzahl an Unternehmensbewertungsverfahren Chance und Risiko zugleich ist. Auf der einen Seite bringt die Möglichkeit, alternative Bewertungsmodelle zur Unternehmenswertbestimmung heranzuziehen, Spielraum, ein gefundenes Bewertungsergebnis durch Bestätigung von anderen Modellen auf robustere Füsse zu stellen. Auf der anderen Seite aber kann man ketzerisch sagen, dass fast jeder Wert durch die Wahl der

[9] Ernst, Schneider, Thielen 2008, S. 173.
[10] Thomson ONE 2012.

geeigneten Bewertungsmethode oder der richtigen Annahmen bestätigt werden kann. Die Unternehmensbewertung sollte in jedem Fall „ihren originären Zweck erfüllen“, als Entscheidungsgrundlage verwendet zu werden und nicht als „wissenschaftlicher Deckmantel zur Rechtfertigung subjektiver Kaufpreisvorstellungen“.[11] Dieses Verständnis der Unternehmensbewertung als erster Schritt hin zu einem Transaktionspreis bei Kleinst- und Kleinunternehmen leitet uns über zum zweiten Bestimmungsfaktor des Transaktionspreises, den Finanzierungsmöglichkeiten.

Box für die Praktiker

7 Kernfragen für Übergeber (Verkäufer) **UND** Übergeber (Käufer):

- Welche Unternehmensbewertungsmethode(n) ist (sind) für mein Unternehmen am geeignetsten (z.B. wird für ein Dienstleistungsunternehmen eine Substanzwertverfahren nur wenig geeignet sein, da kaum Substanz vorhanden; der eigentliche Wert eines solchen Unternehmens ist nicht greifbar)?
- Welche Wertspanne ergibt sich bei Anwendung verschiedener Unternehmensbewertungsmethoden?
- Bei Substanzwertmethode: Über- bzw. unterschätze ich den Unternehmenswert nicht aufbauend auf den im Unternehmen vorhandenen Vermögensgegenständen, z.B. da sie nicht betriebsnotwendig sind?
- Bei DCF-Methode: Sind die Annahmen bzgl. Diskontierungsrate, prognostiziertem Umsatzwachstum, etc. realistisch gewählt?
- Bei DCF-Methode: Wie sensibel ist meine Unternehmensbewertung mit Hinblick auf einzelne Annahmen / Werttreiber?
- Bei Multiplikatoren-Methode: Ist eine Vergleichbarkeit der Unternehmen, die zur Bestimmung des Multiplikators herangezogen werden, gegeben?
- Bei Multiplikatoren-Methode: Befinden wir uns z.Zt. in einer Periode allgemein niedriger oder hoher Bewertungen, z.B. mit Blick auf die Börse?

[11] Ernst, Schneider, Thielen 2008, Vorwort.

Finanzierung

„Wenn ich einen guten Mann als Nachfolger habe, bin ich grosszügig. Dann schenke ich ihm eventuell auch die Mehrheit. Es wäre anders, wenn meine Altersvorsorge nicht gesichert wäre.“

Unternehmer vor der Unternehmensnachfolge, Jg. 1952[12]

Der Kauf eines Unternehmens muss finanziert werden. Gerade bei Kleins- und Kleinunternehmen muss dabei die zentrale Frage der Refinanzierbarkeit gestellt werden. Einen Transaktionspreis für ein Kleinst- oder Kleinunternehmen nur aufbauend auf einer finanz-technischen Unternehmensbewertung festzulegen, ohne die Finanzierungssituation der Gegenseite genau zu betrachten, wäre fatal.

Wie wird eine Nachfolge, familienintern und –extern, überhaupt finanziert? Zunächst einmal muss festgehalten werden, dass bei familieninternen Nachfolgen 57% und bei familienexternen Nachfolgen immerhin 7% der Übergeber planen, ihr Eigentum unentgeltlich zu übergeben, vgl. dazu Abbildung 3.

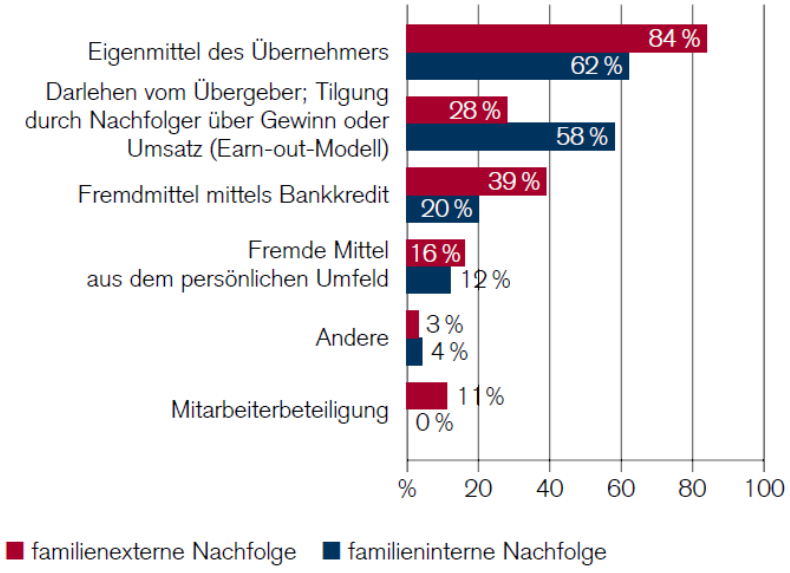


Abbildung 3: Die Finanzierungsquellen der Unternehmensübertragung[13]

Diese Schenkungen müssen wir explizit aus unserer Diskussion ausschliessen, denn einen eigentlichen „Transaktionspreis“ gibt es hier natürlich nicht. Was gilt aber für die Finanzierung der entgeltlich übergebenen Eigentumsanteile?

[12] Credit Suisse (Hrsg.) 2009, S. 25.
[13] Credit Suisse (Hrsg.) 2009, S. 26, wobei Mehrfachantworten möglich waren.

Hier ergibt sich folgendes Bild: Häufigste Finanzierungsquelle des Transaktionspreises sind Eigenmittel des Übernehmers, sowohl bei familieninternen (62%), als auch bei familienexternen Nachfolgen (84%).

Der erste Unterschied zwischen familieninterner und –externer Nachfolge ergibt sich bei der Bankdarlehens-finanzierung. Finanzieren rund 39% der familienexternen Nachfolger einen Teil des Transaktionspreises durch eine Bank, so sind es nur 20% der familieninternen Nachfolger. Dafür nutzen die familieninternen Nachfolger häufiger Verkäuferdarlehen oder Earn-out Konstruktionen[14] (58 vs. 28%), was intuitiv erscheint, da in diesem Fall ein Familienband und damit eine gewisse Verbundenheit zwischen Verkäufer und Käufer besteht. Weitere Finanzierungsquellen sind Fremdmittel aus dem persönlichen Umfeld, Minderheitsbeteiligungen und andere.[15] Wir haben diese Fakten auch nochmal in Abbildung 3 zusammengefasst.

Die wichtigste Erkenntnis aus den obigen Ausführungen sollte sein, dass der Grossteil der (potentiellen) Käufer von Kleinst- und Kleinunternehmen Privatpersonen sind. Privatpersonen verfügen i.d.R. nur über eingeschränkte Eigenmittel. Zudem ist wichtig, dass die Bankfinanzierung bei familienexternen häufiger als bei familieninternen Nachfolgen vorkommt, und als Spiegelbild Verkäuferdarlehen / Earn-out Konstruktionen häufiger bei familieninternen als bei familienexternen Nachfolgen vorkommen. Versteht man die Bankfinanzierung ebenso wie die Finanzierung aus Eigenmitteln als beschränkt, und kombiniert man diese Annahme mit der Erkenntnis, dass familienexterne Nachfolgen wegen soziologischen und demografischen Veränderungen an Bedeutung gewinnen[16], so kann man folgendes Extremszenario ableiten: Die Bereitschaft zu Verkäuferdarlehen / Earn-out Strukturen auf Seiten der Übergeber bleibt wie bisher; die Eigenmittel und Möglichkeiten zur Bankfinanzierung der Nachfolger bleiben beschränkt, es tun sich keine neuen Finanzierungsquellen auf; *wenn Transaktionspreise dann einzig und alleine aufbauend auf finanz-technischen Bewertungsresultaten bestimmt werden, wäre die Folge unweigerlich, dass mehr Unternehmen mangels finanzierbarer Nachfolge liquidiert werden müssten*.

Mit diesem Extremszenario im Kopf argumentieren wir in zwei Richtungen:

1) Zum einen müssen Unternehmer, wenn sie planen ihr Kleinst- oder Kleinunternehmen zu verkaufen und möchten, dass es weiter besteht, zu Zugeständnissen bei der Überleitung der Unternehmensbewertung zum Transaktionspreis bereit sein.

[14] Earn-out Konstruktionen beziehen sich auf eine erfolgsabhängige Bezahlung des Kaufpreises. Dabei wird i.d.R. nur ein Teil des Kaufpreises vom Käufer bei Übernahme bezahlt; der restliche Teil wird in Abhängigkeit von vorher bestimmten Kennzahlen (z.B. EBIT / Jahresüberschuss etc. zu bestimmten Zeitpunkten in der Zukunft) fällig (aus: Ihlau, Gödecke 2010).
[15] Credit Suisse (Hrsg.) 2009, S. 26.
[16] Aldrich, Cliff 2003.

Die Eigenmittel einer Privatperson, das Gros der Übernehmer, sind beschränkt, und so in den meisten Fällen auch die Fremdmittel, die diese Person z.B. durch ein Bankdarlehen zusätzlich aufnehmen kann.

2) Zum anderen müssen Verkäufer von Kleinst- und Kleinunternehmen dazu bereit sein, mit einem Verkäuferdarlehen oder der Zustimmung zu einer Earn-out Struktur zu der Finanzierung der Nachfolge aktiv beizutragen. Somit sind beide Punkte, Zugeständnisse beim Transaktionspreis und aktive Beteiligung an der Finanzierung, nicht ausschliesslich, sondern durchaus kombinierbar. Es ist z.B. denkbar, dass ein Übergeber bei Übergabe auf einen Teil des Kaufpreises verzichtet, um mit einer Earn-out Konstruktion bei guter Performance des Unternehmens in Zukunft zu profitieren – ggf. sogar mehr, als er bei einer Sofortbezahlung profitiert hätte.

Insbesondere bei Kleinst- und Kleinunternehmen müssen die Finanzierung und die Festlegung des finanz-technischen Wertes zusammenwirken. Eine isolierte Betrachtung der einen oder anderen Perspektive greift zu kurz – im schlimmsten Fall wäre eine steigende Zahl an Unternehmensliquidationen denkbar. Im Folgenden möchten wir uns nun dem Emotionalen Wert zuwenden, dem dritten Puzzlestück zur Erklärung von Transaktionspreisen bei Kleinst- und Kleinunternehmen.

Box für die Praktiker

5 Kernfragen für Übergeber (Verkäufer):

- Wer ist die potentielle Käuferin / der potentielle Käufer meines Unternehmens?
- Wie sieht ihre / seine Finanzlage aus?
- Benötige ich den Mittelzufluss des gesamten Kaufpreises sofort?
- Bin ich bereit, durch ein Verkäuferdarlehen / eine Earn-out Konstruktion weiterhin vom Unternehmenserfolg zumindest teilweise abhängig zu sein?
- Welche Signale sende ich aus, wenn ich hierzu nicht bereit bin?

5 Kernfragen für Übernehmer (Käufer):

- Wie hoch sind meine Eigenmittel?
- Wie hoch ist meine bzw. die Verschuldungskapazität des Unternehmens?
- Wie kreditwürdig bin ich / wird das übernommene Unternehmen sein, d.h. wie viel der Verschuldungskapazität kann ich überhaupt bekommen?
- Mit wie viel Kreditfinanzierung fühle ich mich persönlich überhaupt noch wohl?
- Wie kann ich den bisherigen Eigentümer zu einem Verkäuferdarlehen / einer Earn-out Konstruktion motivieren?

Emotionaler Wert

„Der Erfolgskurs muss bleiben. Das Wichtigste ist für mich, dass ich in fünf Jahren bei einer allfälligen Unternehmensbesichtigung allen Mitarbeitern in die Augen schauen kann."

Unternehmer, Jg. 1945 während der Nachfolge[17]

Unternehmer messen ihrem Unternehmen zumeist nicht nur einen rein finanziellen Wert bei; vielmehr verbinden sie mit Ihrem Unternehmen ein gewisses Ansehen im geschäftlichen wie persönlichen Umfeld, ein enges Netzwerk an Geschäftspartnern und Mitarbeitern, das Gefühl, etwas zu kontrollieren, und vielmals schöne und / oder prägende Erinnerungen und Gefühle. Studien haben ergeben, dass dieser nicht-finanzielle – oder emotionale – Wert bei Familienunternehmen bis zu 22% der gesamten Wertvorstellung ausmacht.[18] Dieser Emotionale Wert beeinflusst – zumeist unbewusst – die Kaufpreisforderung eines Unternehmers, und somit schlussendlich auch die Transaktionspreise.

Aber was genau bestimmt diesen Emotionalen Wert? Der Emotionale Wert wird durch das Zusammenspiel aus Emotionalem Nutzen und Kosten erzeugt.[19] Zum abstrakten Begriff des Emotionalen Nutzens werden gemeinhin Aspekte, wie z.B. Reputation, die der Unternehmer aus seiner Tätigkeit und der Assoziation mit seinem Unternehmen bezieht, Kontrolle, die er über sein Unternehmen ausüben kann, oder das soziale Netzwerk, das er sich um sein Unternehmen gesponnen hat, gezählt. Emotionale Kosten, auf der Gegenseite, sind z.B. in der Belastung, die der Unternehmer ggf. sowohl psychisch als auch physisch aushalten musste, in der Verantwortung, die eine Unternehmertätigkeit zwangsläufig mit sich bringt, und in der Gefahr der Isolation, die bspw. durch eine hohe Arbeitsbelastung bedingt sein kann, zu sehen. Aber auch Enttäuschung oder Resignation, z.B. mit Hinblick auf Ereignisse, die anders gewünscht wurden, gehören zu den Emotionalen Kosten.

Emotionaler Nutzen und Emotionale Kosten können die Kaufpreisforderung eines Übergebers beeinflussen[20], der Emotionale Wert hat somit einen Einfluss auf den Transaktionspreis. Allerdings ist die Wirkung von verschiedenen Dimensionen des Emotionalen Nutzens nicht immer Kaufpreis-erhöhend und die Wirkung von verschiedenen Dimensionen der Emotionalen Kosten nicht immer Kaufpreis-mindernd. Wir möchten plakativ darstellen, wie diese Erkenntnis zu verstehen ist.

---

[17] Credit Suisse (Hrsg.) 2009, S. 15.
[18] Zellweger, Sieger 2008.
[19] Zellweger, Astrachan 2008.
[20] Zellweger, Astrachan 2008.

Ein ***Emotionaler Nutzen*** ist z.B. die Fortführung einer unternehmerischen Familientradition. Soll dieser Nutzen aufgegeben werden – denkbar bei einem familienexternen Verkauf –, möchte der Unternehmer i.d.R. kompensiert werden, d.h., die Kaufpreisforderung würde demnach steigen. Auf der anderen Seite ist ein Emotionaler Nutzen, den ein Unternehmer aus seiner Tätigkeit ziehen kann, Sättigung und / oder Altruismus. Bei diesem Nutzen könnte es gut sein, dass der Unternehmer sein Unternehmen bewusst verschenkt (vgl. Zitat zu Beginn dieses Kapitels), d.h. einen Preis unterhalb des finanziellen Wertes findet, oder in anderen Worten trotz Emotionalem Nutzen einen „negativen" Emotionalen Wert seinem Unternehmen zuspricht. Der Emotionale Wert füllt in diesem Fall die Lücke zwischen fairem Preis für die Unternehmung und dem tatsächlichen Transaktionspreis.

Ebenso wie Emotionaler Nutzen können auch ***Emotionale Kosten*** die Kaufpreisforderung in unterschiedliche Richtung beeinflussen. Wenn ein Unternehmer bspw. resigniert, ist es wahrscheinlich, dass er sein Unternehmen günstig verkaufen würde, d.h. dass in diesem Fall sein emotionaler Wert negativ ist. Ärgert er sich aber bspw. über das Verhalten des Mitarbeiters, der das Unternehmen in einem MBO übernehmen soll, wird er diese Emotionalen Kosten „preisen", ganz im Sinne von „jetzt möchte ich entschädigt werden!" Diese Überlegungen haben wir in Abbildung 4 nochmal zusammengefasst.



Abbildung 4: Umgang mit dem emotionalen Wert

Wir können also festhalten, Inwiefern der Emotionale Wert in die Bestimmung des Transaktionspreises bei Kleinst- und Kleinunternehmen hineinspielt. Grundsätzlich sind die zwei unterschiedlichen Fälle, positiver und negativer Emotionaler Wert, zu unterscheiden. Wie sich der positive Emotionale Wert auf den Transaktionspreis auswirkt, ist einfach zu beantworten: Gar nicht!

In diesem Fall wird es nämlich im Regelfall zu keiner Transaktion kommen, einen „Transaktionspreis“ wird es also nicht geben. Zur Erinnerung: Den Grossteil der potentiellen Käufer bei Kleinst- und Kleinbetrieben machen Privatpersonen aus, die in ihren Finanzierungsmitteln (Eigen- und Fremdmitteln) beschränkt sind. Wenn sie schon bei finanz-technisch fairen Bewertungen Probleme bei der Finanzierung haben, werden sie keine durch den Emotionalen Wert überteuerten Unternehmen kaufen (können).

Wie wirkt sich ein negativer Emotionaler Wert auf die Transaktionspreise aus? Die Marktlogik sagt, dass in diesem Fall die Transaktionspreise für Kleinst- und Kleinunternehmen sinken sollten. In der Tat kann man diese Tendenz erkennen: Granata und Chirico (2010) zeigen z.B., dass Familienunternehmen i.d.R. 16% (Mittelwert) bzw. 5% (Median) günstiger als Nicht-Familienunternehmen verkauft werden, wenn es zu einer Transaktion kommt. Ein negativer Emotionaler Wert kann in zwei Fällen entstehen: Einmal, indem Emotionaler Nutzen als „Ersatzwährung“ für die Bezahlung des Kaufpreises genutzt wird, und einmal, indem Emotionale Kosten den wahrgenommenen Wert des Unternehmens in den Augen des Übergerbers direkt schmälert. Die Chance des Emotionalen Wertes für die Nachfolge in Kleinst- und Kleinunternehmen sehen wir insb. im ersten Fall, d.h. Emotionaler Wert als „Ersatzwährung“ zur Kaufpreiszahlung. Wie der emotionale Saldo im Einzelfall jedoch „eingesetzt“ wird, muss je Einzelfall betrachtet werden.

Box für die Praktiker

7 Kernfragen für Übergeber (Verkäufer):

- Was stiftet mir Emotionalen Nutzen?
- Welcher Emotionale Nutzen kann in einer Nachfolge erhalten werden?
- Bin ich bereit dazu, für die Aufrechterhaltung dieses Emotionalen Nutzens auf einen Teil des „fairen“ Wertes für mein Unternehmen zu verzichten?
- Was erzeugt bei mir Emotionale Kosten?
- Bei welchen Emotionalen Kosten bin ich froh, wenn ich sie „los“ bin?
- Bin ich bereit dazu, für die Abgabe dieser Emotionalen Kosten auf einen Teil des „fairen“ Wertes für mein Unternehmen zu verzichten?
- Wie hoch ist mein Emotionaler Wert, ein Unternehmen zu besitzen?

3 Kernfragen für Übernehmer (Käufer):

- Was könnte dem Übergeber einen Emotionalen Nutzen stiften?
- Welchen Emotionalen Nutzen kann ich dem Übergeber in der Nachfolge erhalten?
- Wie kann ich dem Übergeber glaubhaft vermitteln, dass ich ihr / ihm diesen Emotionalen Nutzen erhalte?

Emotionaler Wert als Chance

„Wenn ich zwei Interessenten hätte, so würde ich das unternehme nicht demjenigen verkaufen, der eine halbe Million mehr bezahlt, wenn dafür die Mitarbeiter ihre Stelle verlieren."

Unternehmer, Jg. 1946[21]

Wie zu Beginn bereits dargelegt, und wie in Abbildung 1 illustriert, verstehen wir den Transaktionspreis für Kleinst- und Kleinunternehmen als Resultat aus dem Zusammenspiel von Unternehmensbewertung, Finanzierungmöglichkeiten des Übernehmers und Emotionalem Wert. Eine hohe finanz-technische Bewertung wird nie einen hohen Transaktionspreis zur Folge haben, wenn eine Privatperson, das Gros der Übernehmer von Kleinst- und Kleinunternehmen, den Wert nicht finanzieren kann; ebenso wird eine niedrige finanz-technische Bewertung nie eine Transaktion nach sich ziehen, wenn der Übergeber seinem Unternehmen einen hohen Emotionalen Wert zuspricht. Es sollte also verständlich geworden sein, dass alle drei Bereiche ineinandergreifen müssen, damit ein sinnvoller Transaktionspreis gefunden wird.

Eine Unternehmensbewertung, obwohl relativ subjektiv, ist eine technische Angelegenheit. In anderen Worten, wendet man verschiedene Unternehmensbewertungsansätze transparent und in angemessener Weise an, so wird man aller Voraussicht nach auf einen Unternehmenswert (oder eine Unternehmenswertspanne) kommen, die im Sinne einer Entscheidungsgrundlage zur Identifikation eines Transaktionspreises verstanden werden kann.[22] Auf der Finanzierungsseite sind der Privatperson als dem typischen Übernehmer von Kleinst- und Kleinunternehmen die Hände gebunden: Seine Eigenmittel sind i.d.R. beschränkt, ebenso die Bereitschaft der Banken, ihm ein Darlehen zu gewähren. Einzig ein Entgegenkommen des Übergebers, z.B. durch ein Verkäuferdarlehen oder die Zustimmung zu einer Earn-out Konstruktion zur Finanzierung der Übernahme, bringen hier noch eine gewisse Flexibilität. Was bleibt, um evtl. auftretende Diskrepanzen zwischen Unternehmensbewertung (aus Sicht des Übergebers) und Finanzierungsmöglichkeit (des Übernehmers) zu schliessen, ist der Emotionale Wert.

Der Aspekt des Emotionalen Wertes, der unserer Einschätzung nach diese Rolle am besten übernehmen kann, ist der Emotionale Nutzen, der als „Ersatzwährung" fungiert. Bei der familieninternen Nachfolge mag diese Logik noch am ehesten nachvollziehbar sein.

---

[21] Credit Suisse (Hrsg.) 2009, S. 17.
[22] Ernst, Schneider, Thielen 2008, Vorwort.

Schwierig wird es vermutlich aber bei der familienexternen Nachfolge: Warum sollte man hier als Übergeber aufgrund des Emotionalen Wertes auf einen Teil des fairen Unternehmenswertes verzichten? Wir argumentieren, dass auch bei der familienexternen Nachfolge Gründe dafür gefunden werden können, auf einen Teil des Kaufpreises zu verzichten, um einen „emotional Return“ zu bekommen. Ein Beispiel ist das Weiterbestehen des Kleinst- oder Kleinunternehmens überhaupt, aber im Besonderen das Weiterbestehen als eigenständige Einheit.

Für viele Übergeber sollte das Grund genug sein, diesen Emotionalen Wert, den sie dem eigenständigen Weiterbestand ihrer Unternehmung beimessen, bspw. vom geforderten Kaufpreis abzuziehen. Tatsächlich kann man dieses Muster ansatzweise in der Praxis erkennen: Vergleicht man verschiedene Käufertypen, so fällt auf, dass Familienmitglieder den grössten Abschlag im Vergleich zu einem objektiven Referenzwert erhalten (höchstes Potential für einen Emotionalen Wert, der als „Ersatzwährung“ verwendet werden kann), gefolgt von Privatpersonen (zweithöchstes Potential für einen Emotionalen Wert als „Ersatzwährung“). Abgeschlagen sind Finanz- und strategischer Investor, die gemeinhin als „Emotionaler Wert-Vernichter“ gelten (vgl. Abbildung 5).

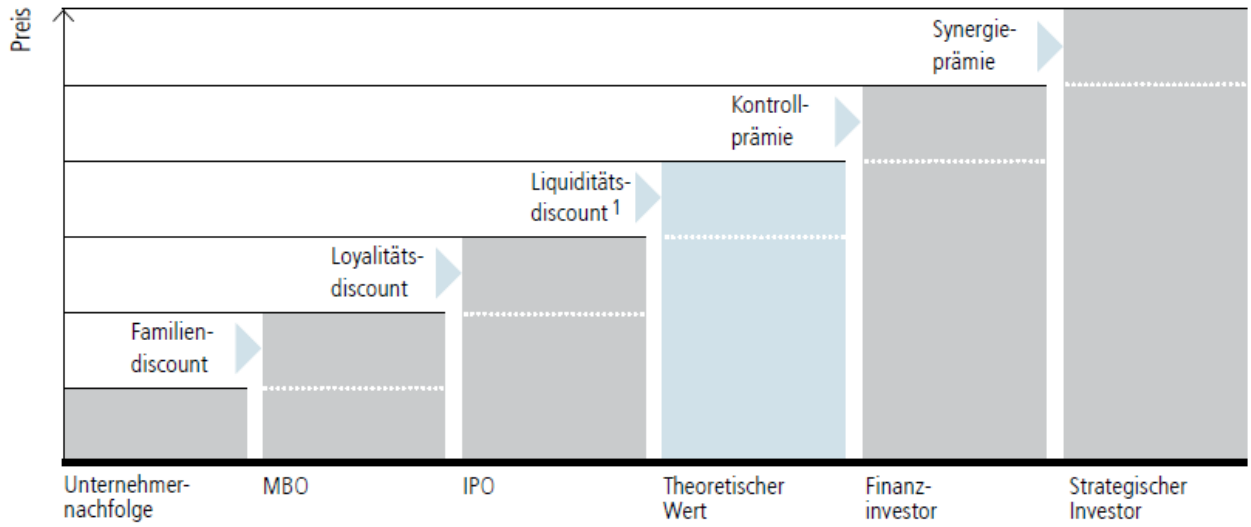


Abbildung 5: Verkaufserlös in Abhängigkeit von Nachfolgeform [23]

Was sind nun die praktischen Implikationen? Sicher wollen wir mit diesem Diskussionspapier nicht dazu anregen, dass Kleinst- und Kleinunternehmer nun, durch eine „rosa-rote Brille“ schauend, reihenweise anfangen, ihre Kaufpreisforderungen romantisiert nach unten zu korrigieren. Auch wollen wir nicht, dass Übernehmer in Verkaufs-/Kaufverhandlungen nun nur noch auf das Thema Emotionaler Wert anspielen, in der Hoffnung, den Kaufpreis soweit wie möglich zu drücken.

[23] UBS Outlook 2010, S. 25.

Was wir aber festhalten möchten ist, dass das Bewusstsein über den Emotionalen Wert als – direkten oder indirekten – Bestimmungsfaktor von Transaktionspreisen in Kleinst- und Kleinunternehmen für beide Seiten, d.h. Übergeber und Übernehmer, hilfreich sein kann.

Der Übergeber kann durch einen bewussten Miteinbezug von Emotionalem Nutzen, der für ihn *wert*voll ist, in seine Transaktionspreisüberlegungen dazu beitragen, dass sein Unternehmen erfolgreich in andere Hände gegeben wird. Übernehmer, auf der anderen Seite, können bspw. nicht-finanzielle Komponenten als Teil des Verkaufspreises in den Verkaufs-/Kaufverhandlungen anbieten, um den bisherigen Unternehmer besser abzuholen.

Wir hoffen, dass wir mit unseren Ausführungen zum Thema „Der Emotionale Wert als Chance für die Schweiz“ zum Nachdenken anregen konnten.

Literaturverzeichnis

- Aldrich, H. E.; Cliff, J. E. 2003:
  The pervasive effects of family on entrepreneurship: toward a family embeddedness perspective. Journal of Business Venturing, 18(5), 573-596.
- Credit Suisse (Hrsg.) 2009:
  Halter, Frank; Baldegger, Rico; Schrettle, Thomas 2009: Erfolgreiche Unternehmensnachfolge. Studie mit KMU-Unternehmern zu emotionalen und finanziellen Aspekten. Zürich: Credit Suisse (Hrsg.).
- Ernst, Dietmar; Schneider, Sonja; Thielen, Bjoern 2008:
  Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen – Ein Praxisleitfaden. München: Verlag Franz Vahlen GmbH (3. Auflage).
- Granata, Darya; Chirico, Francesco 2010:
  Measures of value in acquisitions: Family versus non-family firms. Family Business Review, 23(4), 341-354.
- Halter, Frank; Schröder, Ralf 2011:
  Unternehmensnachfolge in Theorie und Praxis. Das St.Galler Nachfolge Modell. Bern: Hauptverlag (2. Auflage).
- Ihlau, Susann; Gödecke, Steffen 2010:
  Earn-Out-Klauseln als Instrument für die erfolgreiche Umsetzung von Unternehmenstransaktionen. Betriebs Berater, 65(12), 645-708.
- Thomson ONE, 2012:
  https://www.thomsonone.com/Workspace/Main.aspx?View=Action%3dOpen&BrandName=www.thomsonone.com&IsSsoLogin=True (letzter Zugriff 22.05.2012)
- UBS Outlook 2010 :
  Nachfolge im Unternehmen. Eine Herausforderung für Unternehmer, Verwaltungsräte und Familienaktionäre. Zürich: UBS Outlook.
- Zellweger, Thomas; Astrachan, Joe 2008:
  On the Emotional Value of owning a firm. Family Business Review, 21(4), 347-365.
- Zellweger, Thomas & Sieger, Philipp 2008:
  Emotional Value: Der Emotionale Wert ein Unternehmen zu besitzen. Zürich: Ernst & Young (Hrsg.).

Für ein Glossar und Arbeitshilfen vgl. www.kmunext.ch unter Dienste/Arbeitshilfen.

Bisherige Berichte von Stiftung KMU Next

2012-01 **KMU Nachfolge - Quo Vadis?**
Unsichere Zeiten - ist jetzt der falsche Moment?

Unser Dank

Stifter der Stiftung KMU Next

RAIFFEISEN UBS

Gönner der Stiftung KMU Next

BDO

Think Tank Mitglieder (in alphabetischer Reihenfolge)
Sabine Bellfeuille-Burri, Josef Bühler, Frank Halter, Marek Franke, Giovanni Giunta, Alexander Jungmeister, Franz Liebermann, Daniel Lüscher, Andreas Salcher, Ueli Schürch, Markus Steffen, Philipp Solf, Thomas Zellweger.