

Überlegungen zur emotionalen Wertkomponente in der Unternehmensbewertung - betriebswirtschaftlicher Unsinn oder ernstzunehmendes Argument ?

The Emotional Contribution to the Valuation of companies – is it all about nonsense or a serious consideration?

Von Dr. Eckbert Wieczorek, KMU Consult GmbH, Stommeln *)

Bei Unternehmenstransaktionen (Unternehmensverkauf, Nachfolgeregelungen) spielt die Wertermittlung eine wichtige Rolle. Eine Vielzahl von Verfahren stehen dem Bewerter zur Verfügung, um den finanziellen Wert eines Betriebes zu ermitteln. Der emotionale Beitrag zum Gesamtwert eines Unternehmens bleibt dabei regelmäßig unberücksichtigt. Der vorliegende Artikel greift diese Thematik auf, indem zunächst eine Einordnung des emotionalen Wertanteils zum Gesamtwert erfolgt. Danach werden die Wahrnehmungsprozesse, die zur Entstehung einer emotionalen Wertschätzung führen, rekapituliert und ihr Einfluss auf Entscheidungsprozesse dargestellt. Schließlich wird skizziert, welche Hürden bei der Kompensation emotionaler Wertanteile bei der Unternehmensübertragung zu überwinden sind.

Enterprise valuation is one of the major items in M&A business (trade sales, successor planning). Numerous valuation principles are available to determine the financial value of an enterprise. The emotional part of the enterprise's value, however, is permanently neglected. This paper examines how financial and emotional value fit together to provide the total value of an enterprise. Perception processes are reconsidered to understand how emotional appreciation is created. Its impact on the decision making process is outlined subsequently. Finally the challenge of fair compensation of emotional values is discussed.

Stichworte: Unternehmensbewertung, emotionaler Unternehmenswert, KMUs, Freiberufler, Nutzen, Wahrnehmungsprozess, Wahrnehmungspsychologie, Tauscheinheiten

Key Words: enterprise valuation, emotional value, SMEs, individual entrepreneurs, benefit, perception, psychology of perception, exchange units

*) Dr. Eckbert Wieczorek ist Hauptgesellschafter der KMU Consult GmbH in Pulheim-Stommeln und Inhaber der Transacta Ltd. & Co KG mit Sitz in Münchehofe (Spreewald), welche Mitglied im Bundesverband Initiative 50 plus e.V. ist. Dr. Wieczorek ist gleichzeitig Senior Partner und Aufsichtsrat der TransFair AG in Nürtingen. Er ist Mitglied der „International Management Advisers e.V.“ (Bremerhaven), gehört dem Verband „Die KMU Berater - Bundesverband freier Berater e.V.“ (Düsseldorf) an und ist dort aktiv in der Fachgruppe Unternehmensnachfolge. E-Mail Adresse: info@transacta-ltd.eu; info@kmuconsult.de;

1. Der Stellenwert des emotionalen Wertes in der aktuellen Bewertungspraxis

Die Wertermittlung eines Unternehmens spielt bei dessen Übertragung an einen Investor oder Nachfolger eine zentrale Rolle. Die verwendeten Methoden konzentrieren sich bislang nahezu ausschließlich auf die Bestimmung der rein finanziellen Wertkomponente.¹ Bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) spielt für den Anbieter (Veräußerer) die emotionale Wertkomponente jedoch eine mindestens ebenso bedeutsame Rolle.² In ihr sind alle emotionalen Belastungen und persönlichen Einschränkungen, die der Unternehmer während seines aktiven Berufslebens hinnehmen musste, um das zu erstellen, was gemeinhin als sein „Lebenswerk“ bezeichnet wird zusammengefasst. Eine entsprechende Berücksichtigung im Verkaufspreis erfolgt in der Regel hingegen nicht. Der nachfolgende Artikel beleuchtet dieses Thema und zeigt auf, welche möglichen Lösungswege besprochen werden können.

2. Wertbestimmung, Wertbegriff

Der Wert eines Unternehmens (wie übrigens eines jeden anderen Wirtschaftsgutes auch) ist eine vielschichtige, mehrdimensionale Größe. Seine Definition entzieht sich der Eindeutigkeit im Sinne eines objektiv richtigen Maßes. Der Wert ist immer abhängig von der Person, die ihn dem Unternehmen beimisst. Er ist demzufolge stets mit einer ausgeprägten subjektiven Komponente versehen. Darüber hinaus ist der Wert von den aktuell bestehenden Rahmenbedingungen bestimmt, er ist damit situationsabhängig. Beispielsweise hat ein Glas Mineralwasser während einer langanhaltenden Trockenperiode weitab von jeglicher Quelle, einen anderen Wert, als in einer Hotelbar anlässlich des abendlichen work-outs nach einer Veranstaltung.

Die Rahmenbedingungen ihrerseits unterliegen zeitlichen Veränderungen. Wir haben es somit auch mit einer zeitabhängigen Größe zu tun.

Bei einer Wertermittlung wird nun versucht, möglichst alle wertbestimmenden Parameter zu erfassen, die Effekte ihres Zusammenwirkens (Synergien) transparent zu beschreiben und diesen eine einfache, allgemein tauschfähige, meist monetäre Einheit zuzuordnen. Gelingt dies, lässt sich der Wert in Form eines Angebotspreises in der betreffenden Währungseinheit ausdrücken. Dadurch reduziert sich der mehrdimensionale Wert auf eine eindimensionale Größe - den Preis; er ist damit tauschfähig.

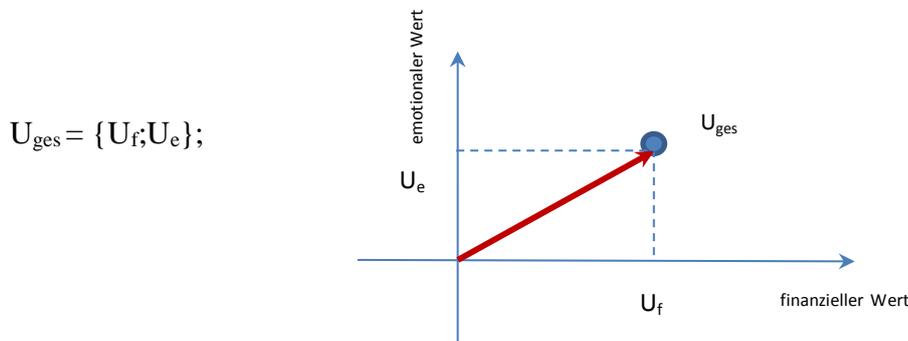
Doch nicht allen persönlichen Werten lassen sich immer monetäre Einheiten zuordnen. Es bietet sich daher an, den Gesamtwert eines Unternehmens (U_{ges}) in einen finanziellen (U_f) und einen emotionalen Wertanteil (U_e) aufzugliedern und beide Wertanteile getrennt zu erfassen:

¹ Vgl. *Behringer* (2004)

² Vgl. *E&Y/Universität St. Gallen* (2009)

$$U_{\text{ges}} = U_f + U_e;$$

Diese Form der Schreibweise kann jedoch zu Missverständnissen führen; sie suggeriert, dass finanzieller und emotionaler Wert sich in der gleichen Dimension befinden und mithin in gleichen Einheiten darstellbar seien; wie wir noch sehen werden, ist dies jedoch nicht der Fall; insofern ist die folgende Schreibweise vorzuziehen, die der vektoriellen Darstellung aus der Mathematik entlehnt ist und den Unternehmenswert als zweidimensionale Größe formuliert:



Durch beide Achsen wird eine finanziell-emotionale Ebene aufgespannt, der Gesamtwert des Unternehmens ist als Punkt innerhalb dieser Ebene eindeutig definiert.

Bevor wir uns dem emotionalen Wertanteil zuwenden, skizzieren wir zunächst grob den finanziellen Wertanteil und gehen dabei auf die Besonderheiten von inhabergeführten KMUs und Freiberuflern ein.

3. Finanzieller Wert

3.1. Wertermittlungsverfahren

Abhängig vom Übertragungsmodell – dem Verkauf von Vermögensgegenständen (asset deal) oder dem Verkauf von Unternehmensanteilen (share deal) - erfolgt entweder eine Einzelbewertung aller Vermögensgegenstände oder die Bewertung des Eigenkapitals des Unternehmens³. Letzteres kann auf direktem oder indirektem Weg erfolgen, was zu unterschiedlichen Berechnungsverfahren führt.

3.2. Berechenbare und abschätzbare immaterielle Werte

Vermögensgegenstände eines Unternehmens umfassen neben den materiellen üblicherweise auch immaterielle Vermögenspositionen, die sowohl für den Anbieter als auch für den Investor/Nachfolger i.d.R. von unterschiedlich hoher Bedeutung sind. Hierzu zählen beispielsweise Lizenzen, Patente, Gebrauchs-, Design- und Geschmacksmuster, Marken-/Firmennamen, usw. All diese Größen sind

³ Vgl. Peemöller et al (2012)

bestimmten Kriterien wie Identifizierbarkeit, Bilanzierungsfähigkeit, Erzielbarkeit eines zukünftigen ökonomischen Nutzens unterworfen, um gemäß IAS 38⁴ als Vermögenswert ansatzfähig zu sein.

Betriebsklima, Standort, Kundenstamm, Lieferantenbeziehungen, Einbindung in das politische und soziale Umfeld, Innovationsfähigkeit, Skaleneffekte, Rationalisierungspotentiale etc. stellen gleichfalls Wertelemente dar, werden hingegen in den internationalen Rechnungslegungsstandards nicht als solche klassifiziert.

Für einige dieser Positionen gibt es Rechenmethoden, die zur Wertermittlung herangezogen werden können, für andere gibt es diese nicht, zumindest nicht in einer als allgemeingültig akzeptierten Rechenvorschrift. Letztere können lediglich abgeschätzt und mit einem Plausibilisierungswert belegt werden. Im sogenannten „Good will“ finden diese oft ihren summarischen Niederschlag. Die unterschiedlichen Betrachtungen zwischen Handels- und Steuerrecht sind hierbei besonders zu beachten.

3.3. Marktwertmethoden und Kapitalwertverfahren

Die gängigen anerkannten Wertermittlungsverfahren zur Bestimmung des Unternehmenswertes gliedern sich neben den von den Finanzbehörden zur steuerlichen Bemessung artifiziiell vorgegebenen Berechnungsmethoden, vereinfacht grob in zwei Hauptgruppen. Diejenigen Verfahren, die sich empirisch aus am Markt durchgeführten Transaktionen ableiten, den sogenannten Marktwertmethoden, und diejenigen, die sich aus der Kapitalisierung künftiger Erträge bestimmen, den sogenannten Kapitalwertverfahren.

Erstere setzen die Existenz und die Kenntnis eines transparenten, balancierten Transaktionsmarktes voraus, aus dem Referenzdaten gewonnen werden können, letztere das Vorliegen einer mindestens mittelfristigen Unternehmensplanung, aus der sich künftige Erträge bzw. cash flows ableiten und diskontieren lassen. Neben diesen beiden Hauptgruppen gibt es eine Vielzahl sogenannter Mischverfahren, die Elemente aus beiden Verfahren nutzen und immer dann zum Einsatz kommen, wenn Methoden aus der „reinen Lehre“ zu wenig zufriedenstellenden Resultaten führen. Jedes der genutzten Verfahren hat seine Vorteile, jedes hat seine Schwächen. Es obliegt der Sorgfalt und der Sachkenntnis des Bewerter, welches der Verfahren er zur Wertbestimmung heranzieht. Bewertungsanlass und Bewertungszweck sind bei der Auswahl von maßgeblicher Bedeutung⁵.

Beteiligungsgesellschaften, insbesondere diejenigen, welche sich nicht nur als Finanziers, sondern bewusst operativ prägend in die Unternehmensführung einbringen, neigen dazu, die eher pragmatischen Marktwertmethoden (oft auch als Multiplikatormethoden bezeichnet) zu favorisieren.

⁴ IAS 38 (2012)

⁵ Vgl. Wollny (2010)

Das Institut der deutschen Wirtschaft (IDW) empfiehlt in seinem Standard IDW S1⁶ das Ertragswertverfahren, ein Kapitalwertverfahren, welches sich zunehmend auch für kleine und mittlere Unternehmen hierzulande durchgesetzt hat, nicht zuletzt weil die Finanzinstitute und die herrschende Meinung in der Rechtsprechung sich darauf beziehen. In den europäischen Nachbarländern, wie auch international⁷, zieht man anstelle der ausschüttungsfähigen Erträge, die diesem Verfahren zugrunde liegen, bevorzugt die erwirtschafteten cash flows zur Bewertung heran, was zu den discounted-cash-flow-Verfahren (DCF-Verfahren) führt. Im Ergebnis liefern beide Methoden bei richtiger Rechnung die gleichen Resultate.

Neben den ausschüttungsfähigen Erträgen / cash-flows ist die zweite entscheidende Herausforderung die Bestimmung des Diskontierungszinses, welche bei den Kapitalwertverfahren maßgeblich die Wertermittlung prägt.

Der Diskontierungszins zerfällt typischerweise in zwei Komponenten; eine bildet das allgemeine wirtschaftliche Umfeldrisiko ab, in dem das Unternehmen operiert, die andere das spezifische unternehmensinterne Risiko. Man bezeichnet beide Risikofaktoren auch als systematisches bzw. unsystematisches Risiko⁸.

3.4. Das unsystematische Risiko bei inhabergeführten KMU

Bei inhabergeführten KMU bedarf insbesondere die Beurteilung des unsystematischen Risikos besonderer Beachtung. Die Persönlichkeit des Inhabers, sein Einfluss auf Betrieb und Belegschaft, seine Führungs- und Vernetzungsqualitäten stellen für den Investor/Nachfolger ein Risikopotential dar, welches er kaum einzuschätzen vermag. Nach erfolgter Übernahme des Betriebes muss er dieses Risiko jedoch abfangen und wird es daher kaufpreismindernd geltend machen. Je stärker die Person des Inhabers das Unternehmen prägt, je stärker die wirtschaftlichen Beziehungen (Kunden, Lieferanten, Banken, Leasinggesellschaften etc.) auf seine Person zugeschnitten und mit ihm höchstpersönlich verbunden sind, desto höher fällt der entsprechende Risikozuschlag aus⁹. Dies führt regelmäßig dazu, dass die damit einhergehenden Wertminderungen mit den Erwartungen des Anbieters nicht in Einklang stehen und als durchaus kritisch im Hinblick auf den Übertragungsprozess eingestuft werden müssen.

Bei Freiberuflerpraxen und Ein-Personen-Unternehmen ist dies besonders ausgeprägt. Die Person des Inhabers *ist* schlicht das Unternehmen. In diesen Fällen kommen die eingesetzten Einzelbewertungsverfahren an ihre Grenzen. Daher sind eigens für diese spezielle Gruppe besondere

⁶ IDW Standard (2008)

⁷ IVSC (2011)

⁸ Vgl. Peemöller et al (2012)

⁹ Vgl. ZdH (2013)

Methoden in Abstimmung mit den einschlägigen berufsständischen Vereinigungen und Verbänden entwickelt worden. Bei Arztpraxen und Rechtsanwaltskanzleien z.B. ist der Gesamtwert bestimmt aus dem Substanzwert und dem sogenannten ideellen Wert¹⁰. Letzterer – nicht zu verwechseln mit dem oben beschriebenen „Good Will“ - unterscheidet zwischen übertragbaren Wertkomponenten, und nicht übertragbaren Wertkomponenten. Den übertragbaren Wertanteilen wird versucht monetäre Einheiten zuzuschreiben und sie damit tauschfähig zu machen. Die nicht übertragbaren Wertkomponenten hingegen werden regelmäßig ausgeschieden.

Dies führt zu folgendem Paradoxon: Je stärker die geschäftliche Tätigkeit durch das Vertrauensverhältnis zwischen Unternehmer und Kunde charakterisiert ist, desto stärker prägt die dadurch entstehende persönliche Bindung die Geschäftsbeziehung. Sie bestimmt wesentlich den Wert des Unternehmens. Andererseits wird sie jedoch gerade wegen ihrer Personenbezogenheit als nicht übertragbar eingestuft. Als nicht übertragungsfähige Wertkomponente wird sie bereinigt und ist im finanziellen Anteil des Unternehmenswerts nicht enthalten.

Die persönliche Beziehung zwischen Unternehmer und Kunde kann jedoch der entscheidende Faktor für die Unternehmung darstellen. Persönliche Beziehungen unter Individuen sind sehr stark durch Emotionen bestimmt. Sie spielen sich nicht auf der einer objektiven Beurteilung zugänglichen Sachebene ab, sondern ausschließlich auf der subjektiv wahrnehmbaren emotionalen Ebene. Für die Gesamtbeurteilung des Wertes eines Wirtschaftsgutes / Unternehmens dürfen sie allerdings nicht einfach außer Acht gelassen werden.

4. Emotionaler Wert

Der emotionale Wert entzieht sich wegen seines individuellen Charakters einer objektiv zugänglichen Beurteilung. Es ist daher hilfreich, die wahrnehmungspsychologischen Mechanismen zu rekapitulieren, die innerhalb eines Individuums bei einer Bewertung ablaufen.

Der Bewertungsprozess zerfällt in drei aufeinanderfolgende Wahrnehmungsstufen. Zu Beginn steht die rein physiologische Wahrnehmung der Attribute und Eigenschaften des Bewertungsobjektes. Daran schließt sich die kognitive Wahrnehmung an, die mit einer ersten Erfassung und Realisierung möglicher Konsequenzen einhergeht. Danach erfolgt die eigentliche emotionale Wahrnehmung mit der Wert-Abschätzung und der Einordnung in den persönlichen Wertekanon.

¹⁰ Vgl. Behringer (2013)

4.1. Physiologische Wahrnehmung von Attributen¹¹ und Eigenschaften

Die physiologische Wahrnehmung orientiert sich an den dem Menschen zur Verfügung stehenden Sinneswahrnehmungen. Mit den Augen nehmen wir beispielsweise beim Betreten eines Unternehmens das optische Erscheinungsbild in uns auf, wir erfassen akustisch Maschinengeräusche oder gedämpfte Schritte auf dem mit Teppichboden ausgelegten Flur eines Bürogebäudes. Auf dem Gelände nehmen wir Gerüche von be- oder verarbeitetem Material oder im Fahrstuhl das Parfum der Empfangsdame wahr; wir beurteilen den Geschmack des uns angebotenen Kaffees oder der Besucherkekse, wir fühlen den Handlauf an der Treppe oder die Struktur von Türgriffen. D.h. jede Menge von unterschiedlichen Sinneseindrücken des Bewertungsobjektes wird teils bewusst, teils unbewusst unmittelbar durch unsere physiologische Sensorik erfasst.

Entscheidend ist nun, dass diese Sinneseindrücke vom Anbieter des Bewertungsobjektes gestaltet werden können. D.h. der Anbieter hat die Möglichkeit die Attribute und Eigenschaften des Bewertungsobjektes positiv wie negativ in seinem Sinne unmittelbar wirksam zu beeinflussen, und damit dessen Anmutung beim Adressaten zu steuern.

4.2. Kognitive Wahrnehmung und Realisierung möglicher Konsequenzen

Im darauffolgenden Schritt verarbeiten wir diese wahrgenommenen physiologischen Signale. Wir vergleichen sie mit unseren bisherigen Erfahrungswerten, wir spiegeln sie an persönlichen Erinnerungen vergleichbarer Situationen. Wir vergleichen aber auch mit Erfahrungen, die Dritte in ähnlichen Situationen gemacht und uns darüber berichtet haben, d.h. wir ziehen auch Sichtweisen heran, die nicht dem eigenen Erfahrungsspektrum angehören. Dabei hängt es nun entscheidend davon ab, welche persönliche Einschätzung wir von dieser dritten Person haben. Ist sie glaubwürdig, vertrauenswürdig und von uns respektiert oder haben wir sie als Hochstapler, Aufschneider, Angeber eingestuft. Entsprechend assoziieren wir mit den soeben gewonnenen Sinneseindrücken mögliche Konsequenzen, die sich für uns ergeben könnten und wir beginnen diese zu interpretieren.

Der Übergang von objektiver Wahrnehmung zu subjektiver Beurteilung vollzieht sich in dieser Stufe. Dem Anbieter stehen in dieser Phase keinerlei weitere Gestaltungs- bzw. Beeinflussungsmöglichkeiten mehr zur Verfügung.

4.3. Emotionale Wahrnehmung und Bestimmung der Wertschätzung

Die sich anschließende Interpretation ist außerordentlich facettenreich. Sie ist geprägt von kulturellen Wertvorstellungen, von Glaubensüberzeugungen und persönlichen Wünschen und Zielen. Sie ist eine persönliche Einschätzung realer oder fiktiver, selbst erlebter oder durch Dritte berichteter Ereignisse.

¹¹ Attribute als „wesentliche, ein Objekt charakterisierende Eigenschaften“ in Sinne der Ontologie (Spinoza)

Eine wichtige Rolle spielt die in uns vorherrschende Verteilung und Gewichtung der drei Hauptmotive Sicherheit, Autonomie und Erregung¹². Sie bestimmen letztlich unser Werturteil. Streben wir eher nach Sicherheit, beurteilen wir alles, was Unsicherheit erzeugen könnte, als kritisch; überwiegt unser Autonomiebedürfnis, erscheinen uns Einschränkungen unserer Handlungsfreiheit als bedrohlich; befinden wir uns in einer gestalterischen Aufbruchsstimmung, wird alles, was unsere Euphorie zu dämpfen versucht, als negativ beurteilt.

Die Gewichtung dieser Hauptmotive ist situations- und zeitabhängig, sodass wir es mit einer hohen Mannigfaltigkeit solcher, sich permanent wandelnder, Motivationsstrukturen zu tun haben. Abhängig von dieser zum Bewertungszeitpunkt gegebenen Struktur, fällt unsere Gesamtbeurteilung aus. Dementsprechend nehmen wir die Einstufung in unsere persönliche Wertigkeitsskala vor. Auch dieser Prozess entzieht sich völlig der Außenwelt, ist nicht durch sie zu beeinflussen, bestimmt jedoch maßgeblich unsere daraus resultierenden Handlungen und Verhaltensweisen.

Diese Prozesse laufen permanent in uns und unseren Gesprächspartnern ab, unabhängig davon, ob wir uns dessen bewusst sind oder nicht. Manch ein vorschnell als „irrational“ oder „unverständlich“ bzw. „nicht nachvollziehbar“ eingestuftes Wertelement ist zumeist nur nicht hinreichend analysiert oder mit der erforderlichen Umsicht hinterfragt worden. Wird die Klärung, weshalb dieses Wertelement eine bestimmte Einstufung erfährt, nicht vorgenommen, ist das Risiko von Missverständnissen vorprogrammiert.

5. Nutzen

Der Wertbegriff wird aus betriebswirtschaftlicher Sicht oft über den Nutzen¹³ definiert, den ein Wirtschaftsgut seinem Eigentümer spendet. Macht man sich diese Betrachtungsweise zu Eigen, wird auch hier die Subjektivität des Wertbegriffs deutlich, denn es geht um den Nutzen des Eigentümers des Wirtschaftsgutes. Allerdings ist der Nutzenbegriff wiederum nicht eindeutig definiert. In dem hier betrachteten Zusammenhang wollen wir besonders zwei Nutzenbegriffe genauer betrachten, den Nutzen zur Bedürfnisbefriedigung und den Nutzen als Entscheidungsnutzen¹⁴.

5.1. Nutzen zur Bedürfnisbefriedigung

Betrachten wir zunächst den Nutzen zur Bedürfnisbefriedigung, dann sind sowohl die Bedürfnislage des Anbieters als auch die des Investors / Nachfolgers genauer zu analysieren. Es gibt verschiedene, zumeist empirische aus der Persönlichkeitsanalyse entlehnte Methoden, mit denen es gelingt, die

¹² Vgl. *Scheier* (2007)

¹³ Vgl. *Theobald* (2001)

¹⁴ Vgl. *Bamberg* (2012)

Persönlichkeit eines Individuums zu erfassen und zu beschreiben. Aus der Persönlichkeitsanalyse lassen sich Rückschlüsse auf die Bedürfnislage in einem bestimmten Kontext ableiten.

Lösungsansätze hierfür liefert z.B. die Theorie von Maslow¹⁵ [*Abraham Harold Maslow*]. Aus ihr ist die bekannte fünfstufige menschliche Bedürfnispyramide abgeleitet. Ein anderes Beispiel ist das Fünf-Faktoren Modell [in der neueren Form von *Costa & McGrae*]¹⁶ zur Persönlichkeitsanalyse. Hier wird die Persönlichkeit eines jeden Individuums kulturübergreifend innerhalb einer durch fünf Parameter (Neurotizismus, Intro-/Extroversion, Offenheit für Erfahrungen, Verträglichkeit und Gewissenhaftigkeit) aufgespannten Ebene charakterisiert. Diese Parameter sind teilweise genetisch bedingt, teilweise durch Umwelteinflüsse aufgeprägt. Neueren Datums ist das von *Stephen Reiss* entwickelte Reiss-Profil¹⁷, welches sechzehn psychologische Grundbedürfnisse postuliert, deren individuelle Ausprägung die Persönlichkeit bestimmen.

Aufgrund der so ermittelten Persönlichkeitsstrukturen lassen sich individuelle Bedürfnisse ableiten.

Man denke beispielsweise an eine typische Situation bei der familieninternen Nachfolge. Der Senior möge alles im Leben erreicht haben und befinde sich auf der Stufe der Selbstverwirklichung, der höchsten Stufe der Maslowschen Bedürfnispyramide¹⁸. Der designierte Nachfolger habe gerade sehr erfolgreich sein Studium abgeschlossen, sei jung verheiratet, die junge Familie erwarte ihr erstes Kind und die Übertragung des Betriebs soll nunmehr vollzogen werden. Die Bedürfnislagen von Anbieter und Nachfolger könnten kaum unterschiedlicher sein. Demzufolge wird jede der beiden Parteien unterschiedlichen Nutzen aus der Transaktion ziehen wollen. Während der Senior sich mit Szenarien nach einem aktiven Berufsleben, Ruhestands- und Gesundheitsfragen auseinandersetzt, sind für den Nachfolger die Existenzsicherung, seine persönliche berufliche Entwicklung, die Gestaltung und der Aufbau der Familie von ausschlaggebender Bedeutung. Entsprechend unterschiedlich erfolgt die Beurteilung bestimmter Attribute des zu übertragenden Unternehmens. Beispielsweise der Unternehmensstandort: während dem Senior vielleicht die örtliche Nähe einer Altersresidenz wichtig erscheint, kann für den Nachfolger die Erreichbarkeit einer Kita wesentlich bedeutsamer sein.

So ergibt sich aus der Vielzahl der einzelnen Elemente, die ein Unternehmen in seiner Gesamtheit ausmachen, ein für beide Seiten unterschiedliches Bild, vergleichbar etwa einem Mosaik, dessen Motiv zwar identisch ist, dessen Gesamteindruck aber durch unterschiedliche Farbgebung der Mosaiksteine hingegen völlig andersartig sein kann.

¹⁵ Vgl. *Maslow* (1993)

¹⁶ Vgl. *Borkenau* (2008)

¹⁷ Vgl. *Reiss* (2008)

¹⁸ Vgl. *Maslow* (1973)

5.2. Nutzen aus Entscheidungsalternativen (Zustandsvergleich)

Betrachtet man den Nutzenbegriff als Vergleich zweier alternativer Zustände, zwischen denen sich ein Individuum entscheiden muss, so hat der Zustand den höheren Nutzen für das Individuum, zu dessen Gunsten die Entscheidung gefällt wird. Dieser Nutzenbegriff ist im Vergleich zu dem o.g. Nutzen völlig unabhängig davon, ob ein Bedürfnis befriedigt wird oder nicht, es wird lediglich zwischen zwei Alternativzuständen eine Präferenz gewählt. Übertragen auf eine Unternehmenstransaktion bedeutet dies, dass die Entscheidung für die Übernahme für den Investor/Nachfolger einen höheren Nutzen hat, als wenn er auf die Übernahme verzichtet. Eine Quantifizierung des Nutzens erfolgt hierbei zunächst nicht.

Da der Investor/ Nachfolger in der Regel nicht in der Lage ist, sämtliche Konsequenzen seiner Entscheidung mit Bestimmtheit vorherzusagen, wird die Entscheidung stets im Bewusstsein getroffen, dass Unsicherheiten über künftige Entwicklungen in Kauf genommen werden müssen. Man unterscheidet insbesondere zwischen Entscheidungen unter Risiko und Entscheidungen unter Ungewissheit.

5.3. Entscheidungen unter Risiko

Bei Entscheidungen unter Risiko sind sowohl die erwarteten Zustände als auch deren Eintrittswahrscheinlichkeiten bekannt.

Wird beispielsweise eine Unternehmensbewertung zum Zwecke einer 2nd-Stage Finanzierung mit Hilfe des sogenannten Realloptionsmodells¹⁹ vorgenommen, wird eine sehr umfangreiche Planung, typischerweise unter Einsatz von Szenariotechniken²⁰ erarbeitet. Die einzelnen Szenarien beschreiben, ausgehend von unterschiedlichen Prämissen, unterschiedliche Entwicklungszweige des zu finanzierenden Unternehmens und damit unterschiedliche Finanzierungsbedarfe. Für jeden Entwicklungszweig wird eine bestimmte Eintrittswahrscheinlichkeit aus Erfahrungswerten abgeleitet. Dem Investor sind somit Zustand und Eintrittswahrscheinlichkeit bekannt und er kann seine Finanzierungsentscheidung auf dieser Basis in Kenntnis des zu erwartenden Risikos treffen.

5.4. Entscheidungen unter Ungewissheit:

Bei diesem Entscheidungstypus sind zwar die zu erwartenden Zustände bekannt, nicht hingegen ihre Eintrittswahrscheinlichkeiten. Zum Beispiel steigt bei Personen mit fortgeschrittenen Lebensalter (>65 Jahre) das Risiko von Demenzerkrankungen²¹ stetig an. Es ist also durchaus bekannt, dass jeder Einzelne mit Einschränkungen seiner Alltagskompetenz rechnen muss; auch sind die Auswirkungen dieser Einschränkungen bekannt. Hingegen ist für das Individuum, beispielsweise einen

¹⁹ Vgl. *Krasontovitsch* (2013)

²⁰ Vgl. *Wilms* (2006)

²¹ Vgl. *Füsgen* (2004)

Altunternehmer, nicht vorhersehbar, ob dies für auch ihn persönlich überhaupt und falls ja, zu welchem Zeitpunkt, zutreffen wird, und ob er dann seinen Betrieb weiterhin erfolgreich führen kann. Die Eintrittswahrscheinlichkeit dieses Zustandes ist somit nicht bekannt. Mithin sind Entscheidungen, den eigenen Betrieb aufgrund einer zu erwartenden, altersbedingten, gesundheitlichen Einschränkung zu übertragen, immer Entscheidungen unter Ungewissheit. Dennoch sollten sie vorbereitet und getroffen werden, denn ein Nutzen ergibt sich definitionsgemäß (s.o.) in jedem Fall, da die Entscheidung für einen der alternativen Lösungswege (Fortführung bis zum eigenen Ableben / Übertragung zu Lebzeiten) gefällt ist, und entsprechende Regelungen getroffen werden können.

6. Wertausgleich, Tauscheinheiten

Wie wir gesehen haben ist der Wert eines Unternehmens eine komplexe, mehrdimensionale Größe, die sich aus einzelnen Komponenten zusammensetzt. Diejenigen, die in der Sachebene liegen sind zumeist objektiv nachvollziehbar, zumindest objektivierbar, diejenigen in der emotionalen Ebene sind fast ausnahmslos nur subjektiv zu beurteilen. Erst in ihrer Gesamtheit ergeben sie ein vollständiges und umfassendes Bild. Dies ist dann besonders wichtig, wenn es um die Beurteilung eines Unternehmens als „Lebenswerk des Unternehmers“ geht, was bei einer Nachfolge regelmäßig der Fall ist. Bei der Übertragung selbst findet nun ein Eigentumswechsel statt, d.h. der Wert wird gegen Annahme eines Gegenwertes übergeben. Wenn Wert und Gegenwert gut gegeneinander ausbalanciert sind, kommt eine für beide Seiten zufriedenstellende, nachhaltig bestandsfähige Übertragung zustande. Damit eine solche Übertragung vollzogen werden kann, einigt man sich auf den Austausch wechselseitig akzeptierter Tauscheinheiten.

6.1. Finanzieller Wert

Beim finanziellen Anteil des Unternehmenswertes sind die Tauscheinheiten in der Regel monetäre Einheiten (€, \$, £, ¥ o.ä.). Die einzelnen Wertkomponenten werden nach den einschlägig bekannten Verfahren identifiziert, je nach Anlass und Zweck werden bestimmte Verfahren ausgewählt, ggf. bestimmte Planungsprämissen postuliert. Je nachdem, welche Rolle dem Bewerter in dem Verfahren zugewiesen ist, werden diese im Interesse einer oder beider Parteien entsprechend begründet und mit kalkulierbaren Zahlenwerten versehen. Mangels klarer gesetzlicher Vorgaben bzw. Definitionen sind Elemente wie Good Will und ideeller Wert regelmäßig im Einzelfall zu prüfen und zu bestimmen.

Die Anwendung besonderer Prüfverfahren (Due Diligence) hilft insbesondere dem Investor / Nachfolger, bestimmte Risiken zu reduzieren. Dennoch lassen sich nicht alle Risiken umfassend im Vorfeld identifizieren und ausschließen, sodass sich erst in den Verhandlungen herausstellt, inwieweit die einvernehmliche Kaufpreisfindung gelingt.

Ist die Verständigung auf einen Kaufpreis gelungen, bleibt zu klären, wie dieser zu begleichen ist. Die Palette reicht von der bedingungslosen Sofortzahlung in einer Summe unmittelbar nach Vertragsunterzeichnung bis hin zu teilweisen lebenslangen, zeitlich abgestuften Tranchen, die an die Erfüllung bestimmter (Erfolgs-)Kriterien gekoppelt sind (Rentenmodelle; Earn-Out-Modelle: fester Basispreis, variabler Zusatzpreis). Diese Spielregeln betreffen die finanzielle Wertkomponente und sind gängige, erprobte Praxis.

6.2. Emotionaler Wert

Während für die Behandlung der finanziellen Wertkomponente, ihre rechnerische Ermittlung, ihre Bemessung in Geldeinheiten zur Preisbildung und deren Begleichung, hinreichend viele, geeignete Verfahren und Methoden existieren und bisher erfolgreich angewandt und erprobt werden, steckt die Behandlung der emotionalen Wertkomponente demgegenüber noch in den Kinderschuhen. Die Quellenlage ist überschaubar, die Forschung steckt noch in den Anfängen, dennoch scheint die Sensibilität für dieses Thema zu wachsen und sich langsam im Bewusstsein zu manifestieren.

6.3. Evaluierung, Bedarfsermittlung

Schon allein die Ermittlung der emotionalen Wertkomponenten ist eine erste ernstzunehmende Herausforderung. In der kognitiven Wahrnehmungsstufe spielen persönlichen Erfahrungswerte mit denen die rein physiologische Sinneswahrnehmung verglichen wird eine zentrale Rolle: Diese von einem Dritten - dem Bewerter - zu erfassen, setzt voraus, dass der Bewertende sich dem Bewerter öffnet und diese Erfahrungen preiszugeben bereit ist. Durch geeignete Interviewtechniken (z.B. laddering²²) lässt sich dies zwar unterstützen, ohne die Bereitschaft eigene Erfahrungen und die damit verknüpften Assoziationen offen darzulegen, wird es jedoch kaum gelingen, die maßgeblichen emotionalen Wertkomponenten zu ermitteln. Sehr schnell dringt man in ausgesprochen intime Bereiche der Persönlichkeit vor, in denen Vorbehalte, Unsicherheiten, Bedrohungen und Ängste offenbar werden. Aber auch Hoffnungen, still gehegte, jedoch nie ausgesprochene Erwartungen, Perspektiven, Wünsche und Chancen werden hierbei offenbar.

Wie stellt sich beispielsweise der Altunternehmer seinen Ausstieg aus dem aktiven Berufsleben vor, wie sehr ist er bereit Haftungsverantwortung nicht nur verbal sondern auch rechtsverbindlich wirksam zu übertragen, welche Ängste und Sorgen verbindet er damit? Welche persönlichen Perspektiven hat er und sind diese mit seinen Wünschen tatsächlich in Einklang zu bringen? Welche Hürden sind hierbei zu überwinden? Wie weit denkt er und seine Familie über die Zeit nach seinem Ableben hinaus? Welche Regelungen möchte er hier favorisiert wissen? Welche Rolle sollen die eigenen Ehe-/Lebenspartner und die der Nachkommen spielen?

²² Vgl. Reynolds (1988)

Aber auch der Investor/Nachfolger verfügt über einen umfangreichen Katalog an emotionalen Wertkomponenten (Wertekanon). Welches Risiko für den Erhalt des Familienfriedens birgt beispielsweise der latente Wunsch des designierten Nachfolgers in die von den Eltern als selbstverständlich vorausgesetzte Übernahme des Betriebes *nicht* einzuwilligen und eine *andere Lebensplanung* umzusetzen? Welche Enttäuschungen und Verletzungen werden hierdurch erzeugt, welche Schuldgefühle ergeben sich hieraus? Wie wichtig sind für ihn familiäre Beziehungen und die Einbindung in familiäre Strukturen? Welchen Stellenwert haben Familientradition und die Weitergabe des Unternehmens an eigene Nachkommen? Wie lassen sich die unternehmerischen Anforderungen mit den privaten vereinbaren (work-life balance)? Wie relevant ist eine persönliche Lebensplanung? Gibt es hierüber überhaupt konkrete Vorstellungen? Wie schnell möchte er auf eigenen Füßen stehen? Wie sieht dies konkret für ihn aus? Gibt es Hindernisse die noch zu beseitigen sind? Kann dies aus eigener Kraft geschehen oder gibt es noch Abhängigkeiten?

Viele Bewerter sind im Umgang mit solchen Fragestellungen überfordert, denn sie finden sich plötzlich in Bereichen wieder, die weitab von den klassischen Bewertungsmethoden angesiedelt sind. In diesen Fällen ist es ratsam Rat und Unterstützung durch psychologisch geschulte Fachspezialisten hinzuzuziehen.

Nur wenn es gelingt, zumindest die maßgeblichen emotionalen Wertkomponenten und die ihnen vom Individuum zugeordnete Wertschätzung möglichst präzise zu erfassen und in der Rangfolge ihrer Wertigkeit strukturiert darzustellen²³, kann im weiteren Verlauf ein für die betreffende Person relevanter Nutzen ermittelt werden. Dies betrifft Anbieter und Investor/Nachfolger in gleicher Weise.

6.4. Emotionale Tauscheinheiten

Auch für emotionale Werte gilt, dass dann eine für beide Seiten zufriedenstellende Vereinbarung getroffen ist, wenn sich Wert und Gegenwert die Waage halten. Damit ergibt sich zwangsläufig die Frage nach geeigneten Tauscheinheiten. Finanzieller Wert und emotionaler Wert unterscheiden sich durch die Objektivierung ihrer Nachvollziehbarkeit. Die monetären Tauscheinheiten des finanziellen Wertes sind relativ leicht zu objektivieren, die Währungseinheit ist anerkannt ggf. durch Wechselkurse anzupassen und die Maßzahl ist Ergebnis der Verhandlungsgespräche. Dies ist bei dem emotionalen Wertekanon völlig anders. Der emotionale Wertanteil ist sehr stark durch subjektive Einschätzungen geprägt. Unternehmen, deren Führungsprinzipien in einem Governance Kodex für Familienunternehmen²⁴ niedergelegt sind, können auf die dort vereinbarten Regelungen zurückgreifen. In derartigen Vereinbarungen sind typischerweise die grundlegenden Prinzipien zur

²³ z.B. mittels hierarchischer Wertekarten (HVM: hierarchical value map), wie sie beim Produktmarketing erfolgreich eingesetzt werden

²⁴ Vgl. ASU e.V. & INTES (2010)

Organisation von Führung, Kontrolle und Sicherung des Zusammenhalts von Familie und Familienunternehmen fixiert. Die Wertschätzung einzelner Komponenten kann sich daran orientieren. Allgemein anerkannte Tauscheinheiten existieren hingegen in der Regel nicht - wie soll z.B. der Wert „familiäre Bindung“ bemessen werden? Dennoch besteht das Erfordernis auch emotionale Wertkomponenten tauschbar zu machen.

Allerdings besteht nicht die Notwendigkeit *allgemein gültige* Tauscheinheiten zu finden, es ist ausreichend Tauscheinheiten zu identifizieren, die lediglich von den beiden Parteien akzeptiert werden können. Das aber bedeutet, dass die Bewertung der emotionalen Komponenten abhängig von den Verhandlungspartnern und damit *nicht* unmittelbar *übertragbar* auf Dritte ist. Jede Konstellation von Anbieter und Investor/Nachfolger wird ihre eigene, spezifische Einigung hinsichtlich des emotionalen Wertanteils finden müssen. Wenn dies gelingt - geeignete, von beiden Seiten akzeptierte Tauscheinheiten zu finden - lassen sich auch emotionale Werte austauschen.

Entscheidend hierbei ist die wechselseitige Akzeptanz. Beide Wertekanons werden einander gegenübergestellt und von der jeweils anderen Partei anerkannt. Diese Anerkennung setzt ein hohes Maß an wechselseitigem Vertrauen voraus, denn aufgrund ihres subjektiven Charakters ist die Wertschätzung der einzelnen Komponenten von der jeweils anderen Partei per definitionem nicht diskussionsfähig und damit nicht verhandelbar. Insofern kommt der emotionalen Wertschätzung und ihrer Herleitung eine zentrale Bedeutung zu.

Ein Beispiel mag dies verdeutlichen. Bei einer familieninternen Nachfolgeregelung legt der Altunternehmer Wert darauf, nach Ausscheiden aus dem aktiven Berufsleben möglichst lange in seiner privaten Umgebung wohnen zu bleiben. Er ist verwitwet und alleinstehend, seine beiden Söhne [potentielle Nachfolger] arbeiten im Betrieb. Einer der Söhne sei mit einer medizinisch technischen Assistentin verheiratet, beide haben eine kleine Tochter von zwei Jahren, der andere sei ledig, habe keine Kinder. Der emotionale Wert des Altunternehmers, möglichst lange in der bekannten eigenen, sozialen Umgebung zu verbleiben, wird dadurch realisiert, dass sich die Schwiegertochter bereit erklärt, bei beginnender Demenz [eingeschränkter Alltagskompetenz], die häusliche Pflege zu übernehmen. Die dadurch entstehende Belastung der eigenen Familie nimmt die Familie des verheirateten Sohnes in Kauf. Für ihn ist die gestalterische Freiheit eines Geschäftsführers von entsprechend hohem emotionalem Wert. Von seinem Bruder hingegen werden die Risiken einer derartigen Verantwortung eher als emotional bedrohlich wahrgenommen und für ihn stehen finanzielle Stabilität und Sicherheitsaspekte im Vordergrund.

Allerdings ist auch bei derartigen, relativ einfachen Vereinbarungen eine Vielzahl von Teilaspekten zu klären und zu regeln, damit die Lösung tatsächlich tragfähig ist.

Beispielsweise ist zu klären, ab wann und wie lange die häusliche Pflege einsetzen soll, wann ein mobiler Pflegedienst zur Unterstützung heranzuziehen ist, wer die Verantwortung des Bevollmächtigten und seines Vertreters im Innenverhältnis bei der Vorsorgevollmacht übernehmen soll, wer ggf. den Nachlass verwaltet und die Testamentsvollstreckung vornehmen soll, wie lange der Altunternehmer noch eine Beiratsfunktion wahrnehmen soll, welche Funktion beide Brüder innerhalb des Unternehmens nach dem Ausscheiden einnehmen sollen usw. usw.

Alle diese Fragen sind mit den unterschiedlichen persönlichen Wünschen und Vorstellungen der beteiligten Personen und damit ihren emotionalen Werten untrennbar verknüpft. Nicht alle haben jedoch einen unmittelbaren Bezug zum Betrieb. Daher ist zwischen betriebsbezogenen und nicht betriebsbezogenen emotionalen Komponenten zu differenzieren und beide sind voneinander zu trennen. Dabei kann es im Einzelfall zu Überlappungen kommen, die ein gewisses Konfliktpotenzial in sich bergen. Im Sinne einer nachhaltig tragfähigen Regelung sind diese aufzudecken und zu lösen.

7. Zusammenfassung

Emotionale Wertanteile bei der Bestimmung des Unternehmenswertes insbesondere bei kleineren Familienunternehmen spielen eine große Rolle. Häufig schätzen Inhaber den Wert ihres Unternehmens wesentlich höher ein, als sich nach der Berechnung mit Hilfe der einschlägigen Verfahren herausstellt. Diese Verfahren ermitteln jedoch ausschließlich den finanziellen Wert, nicht hingegen den emotionalen Wertanteil.

Letzterer entzieht sich aufgrund seines weitgehend subjektiven Charakters einer objektiv zugänglichen Beurteilung, denn die Wertschätzung entsteht in drei aufeinanderfolgenden Wahrnehmungsstufen, der rein physiologischen, der kognitiven und der emotionalen Wahrnehmung, und führt für jedes Individuum aufgrund seines Charakters und persönlichen Erfahrungsschatzes zu völlig unterschiedlichen Resultaten. Demzufolge wird auch der Nutzen, sei es nun zur Befriedigung persönlicher Bedürfnisse oder als Entscheidungsnutzen, den ein Investor/Nachfolger aus dem Eigentum am Unternehmen ziehen kann, unterschiedlich groß ausfallen.

Der Ausgleich des finanziellen Wertanteils lässt sich üblicherweise ohne größere Schwierigkeiten bewerkstelligen. Hierfür gibt es in Form von Währungseinheiten allgemein gültige materielle Tauschmittel.

Für den Ausgleich emotionaler Wertanteile hingegen gibt es diese Tauschmittel zunächst nicht. Sie sind im Einzelfall für jede der Parteien getrennt zu bestimmen. Es empfiehlt sich, sie in einer individuellen Prioritätenrangliste strukturiert darzustellen und ihrer Herleitung besondere Aufmerksamkeit zu widmen, da sie sich einer objektiven Beurteilung weitgehend entziehen. Sie sind

auch nicht im eigentlichen Sinne verhandelbar und für jede Konstellation der Parteien spezifisch. Der emotionale Wertanteil ist auf einer völlig anderen Werteebene angesiedelt als der finanzielle Wertanteil und nicht durch monetäre Größen darstellbar. Insofern sollt der Gesamtwert eines Unternehmens auch nicht ausschließlich eindimensional in Geldeinheiten sondern als zweidimensionale Größe in einer monetär–emotionalen Werteebene dargestellt werden.

8. Literatur

ASU e.V. & INTES Akademie für Familienunternehmen GmbH (Hrsg.) (2010), Die Familienunternehmer: Governance Kodex für Familienunternehmen – Leitlinien für die verantwortungsvolle Führung von Familienunternehmen, Bonn Bad Godesberg

Bamberg, G., Coenenberg, A.G., Krapp, M. (2012), Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, 15. überarbeitete Auflage. Vahlen, München

Behringer, S. (2004), Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe, Grundlagen und Praxis der Betriebswirtschaft, ESV Berlin

Behringer, S. (2013), Unternehmensbewertung Direkt - Forum Verlag Herkert, Merching

Borkenau, P., Ostendorf, F. (2008), NEO-Fünf-Faktoren-Inventar (NEO-FFI) nach Costa und McCrae; Göttingen

Deppert, W., Mielke, D., Theobald, W. (Hrsg.) (2001), Mensch und Wirtschaft - Interdisziplinäre Beiträge zur Wirtschafts- und Unternehmensethik, Leipzig

E&Y/Universität St. Gallen (2009), Center for Family Business: Studie Emotional Value –der emotionale Wert ein Unternehmen zu besitzen, Agenda Mittelstand

Füsgen, I., Vogel H.R. (2004), Demenz – Prävention vor Pflege, 15. Workshop Zukunftsforum Demenz Frankfurt/Main

IASB (Jan. 2012), Technical Summary IAS 38 – issued by IFRS Foundation staff / London

IDW (2008), Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1 i.d.F. 2008), Institut der Wirtschaftsprüfer, IDW-Verlag, Düsseldorf

IVSC (2011), International Valuation Standards Council: IVS 200 Businesses and Business Interests, IVSC, London

Krasontovitsch, D. (2013), Bewertung von Wachstumsunternehmen: Das Schwartz und Moon Modell als neuartiger holistischer Ansatz, Diplomica Verlag Hamburg

Maslow, A. H. (1973), Psychologie des Seins - ein Entwurf, München

Peemöller, V.H. et al. (2012), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl, NWB-Verlag, Herne

Reiss, S. (2008), The Normal Personality, Cambridge University Press, New York

Reynolds, T. J., Gutman, J. (1988) Laddering theory. Method, analysis, and interpretation. In: Journal of Advertising Research, Bd. 28 (1988), Cambridge University Press publ. by World Advertising Research Center (WARC), London

Scheier, Ch. Held, D. (2007), Wie Werbung wirkt – Erkenntnisse des Neuromarketing, Haufe Mediengruppe, Freiburg-Berlin-München

Wilms, F. (2006), Szenariotechnik. Vom Umgang mit der Zukunft, Haupt Verlag, Bern

Wollny, C. (2010), Der objektivierte Unternehmenswert – Unternehmensbewertung bei gesetzlichen und vertraglichen Bewertungsanlässen, 2. Aufl., NWB-Verlag, Herne

ZdH (2013), AWH Standard 5.0, Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk, Berlin