

# Was ist ein Familienunternehmen wert?

Total Value, emotionaler Wert und Marktwert

Center for Family Business



Universität St.Gallen

# Inhaltsverzeichnis

<b>Editorial</b>	<b>4</b>
<b>1 Einleitung</b>	<b>6</b>
<b>2 Forschungsfrage</b>	<b>8</b>
<b>3 Methodik</b>	<b>9</b>
<b>4 Mit Unternehmern im Gespräch</b>	<b>10</b>
<b>5 Total Value, emotionaler Wert und Marktwert</b>	<b>11</b>
<b>6 Was beeinflusst den Total Value?</b>	<b>12</b>
<b>7 Interpretation der Ergebnisse</b>	<b>13</b>
7.1 Die finanzielle Perspektive	
7.2 Die emotionale Perspektive	
<b>8 Wem nützen diese Erkenntnisse?</b>	<b>15</b>
8.1 Nutzen im Rahmen von Nachfolgeregelungen	
8.2 Nutzen im Rahmen von Unternehmenskauf und -verkauf	
<b>9 Schlussbemerkungen</b>	<b>17</b>
<b>10 Literatur</b>	<b>18</b>
<b>11 Appendix</b>	<b>19</b>
11.1 Methodologie zur Berechnung des Unternehmenswertes	
11.2 Messung Familieneinfluss	



**Peter Bühler**  
Partner, Leiter Entrepreneur Markets  
Ernst & Young  
peter.buehler@ch.ey.com

**Louis Siegrist**  
Partner, Sitzleiter St. Gallen  
Ernst & Young  
louis.siegrist@ch.ey.com

## Editorial

Risikobereitschaft, persönliches Engagement und eine langfristige Perspektive sind Merkmale von Familienunternehmen. Wie sich diese Charakteristika auf die Rendite, die Unternehmensführung oder – im Falle kotierter Gesellschaften – auf den Börsenkurs auswirken, haben wir bereits untersucht. Auch die spezifischen Chancen von «familyness» wurden angesprochen. Alle diese Fragestellungen münden letztlich in die Suche nach dem «richtigen» Wert eines Familienunternehmens.

Mit der Bestimmung solcher Werte sind wir von Ernst & Young täglich konfrontiert. Denn im uns so wichtigen Kundensegment unternehmerisch geführter Firmen stellt sich heute in zahlreichen Fällen die Nachfolgeproblematik und werden vielerorts Gespräche über Kaufs- und Verkaufstransaktionen geführt.

Die uns daraus erwachsenden Aufgaben entpuppen sich stets als weit über das ökonomisch-mathematische Feld ausgreifend. Im Gespräch mit Unternehmerinnen und Unternehmern sind die von diesen Persönlichkeiten geprägten Kulturen zu verstehen, ihre Ideen zu erfassen und die realen Perspektiven zu evaluieren. Mit der vorliegenden Untersuchung wollen wir dazu beitragen, dass die verschiedenen Sichtweisen mit ihren je eigenen Berechtigungen klarer heraustreten und besser verstanden werden. Dem Center for Family Business der Universität St. Gallen und insbesondere den beiden Protagonisten der Studie, Prof. Dr. Urs Fueglistaller und Dr. Thomas Zellweger, danken wir bestens für die wiederum interessanten Erkenntnisse.

Wir freuen uns, diese Findings und ihre Gültigkeit für einzelne Unternehmen mit zahlreichen Unternehmerinnen und Unternehmern zu diskutieren, und wünschen Ihnen eine interessante Lektüre.

Peter Bühler

Louis Siegrist

**Prof. Dr. Urs Fueglistaller**  
Akademischer Direktor Center for Family  
Business der Universität St. Gallen  
urs.fueglistaller@unisg.ch

**Dr. Thomas Zellweger**  
Mitglied der Geschäftsleitung Center for Family  
Business der Universität St. Gallen  
thomas.zellweger@unisg.ch



Die Studie entstand unter der Leitung von **Dr. Thomas Zellweger**, Mitglied der Geschäftsleitung des Center for Family Business an der Universität St. Gallen (CFB-HSG). Thomas Zellweger studierte an der Universität St. Gallen und an der Université catholique de Louvain, Belgien. Nach dem Studium war er zwei Jahre im Investment Banking tätig. Thomas Zellweger hat seine Dissertation über Risiko, Rendite und Werte in Familienunternehmen verfasst. Der vorliegende Text stellt einen Auszug aus dieser Arbeit dar. Einen wesentlichen Einfluss zur Entwicklung der vorliegenden Theorie des Total Value geht aus intensiven Diskussionen und Kontakten mit Prof. Dr. Joe Astrachan, Kennesaw State University, USA, hervor. Professor Astrachan ist Herausgeber der «Family Business Review», der international profiliertesten Zeitschrift für die Erforschung von Familienunternehmen. Ihm gebührt ein besonderer Dank.

Die vorliegende dritte Studie der Trilogie «Familienunternehmen – Risiko, Rendite, Werte» schliesst den umfassenden Überblick über die finanziellen Herausforderungen der Familienunternehmen ab. Die dritte Studie untersucht den Marktwert von Familienunternehmen und die Wertevorstellungen der Familienmitglieder gegenüber ihren Firmen.

Erstmals in der praxisorientierten Literatur wird in diesem Zusammenhang der Begriff «Total Value» genannt: Total Value ist der Geldwert, den ein Unternehmer seiner Unternehmung beimisst. Total Value ist also die Antwort auf die Frage an den Unternehmer: «Wie hoch ist der Betrag, zu dem Sie bereit sind, Ihr Unternehmen an einen Dritten zu verkaufen?»

Die Studie zeigt Ansätze, welche die recht beachtliche Differenz – gemessen an konkreten Zahlen – zwischen Marktwert der Unternehmung und dem «Mir ist das Unternehmen halt ans Herz gewachsen»-Wert erklären können.

Diese Erklärungsansätze sind aber keineswegs akademische Spielereien oder Spekulationen. Vielmehr helfen sie, Nachfolgeprozesse und Verhandlungen bei Unternehmensverkäufen zu verstehen: Sie bestätigen einerseits Familienunternehmen in ihren Annahmen und andererseits Verhandlungspartner in ihren Vermutungen. Denn wenn Familienunternehmen sich selbst werten oder bewertet werden, spielen Emotionen immer eine grosse Rolle – und diese wirken sich auch auf den Preis aus.

Die vorliegende Studie verdeutlicht mittels empirischer Untersuchungen ein Phänomen, das bislang kaum beachtet wurde: Der Marktwert von (Familien-)Unternehmen unterscheidet sich vom subjektiv empfundenen Wert, den die Familie ihrem Unternehmen beimisst.

Urs Fueglistaller

Thomas Zellweger

# 1 Einleitung

Die Trilogie zu den Eigenheiten von Familienunternehmen in finanzieller Hinsicht (Zellweger und Fueglistaller, 2005a und 2005b) wird mit der vorliegenden Studie abgeschlossen. Diese Studie untersucht, was in privat gehaltenen Familienunternehmen als wertvoll gilt.

Die Frage nach Wert und Bewertung hat in der Betriebswirtschaftslehre eine lange Tradition. Zum Thema Unternehmensbewertung sind derzeit rund 450 aktuelle deutschsprachige Bücher und unzählige Beiträge in Fachzeitschriften erhältlich. Die überwiegende Mehrheit dieser Publikationen behandelt das Thema Bewertung im Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf eines Unternehmens.

Dieser Zugang zum Thema Wert will nicht recht zum unternehmerischen Alltag passen: Unternehmenstransaktionen sind zwar ein interessantes Tätigkeitsgebiet für Berater<sup>1</sup>; sie sind jedoch häufig nicht Selbstzweck der unternehmerischen Tätigkeit. Für die meisten Unternehmer stehen vielmehr der Erhalt des Unter-

nehmens und die Fortsetzung der eigenen unternehmerischen Tätigkeit im Vordergrund. Die Literatur zum Thema Unternehmensbewertung greift in vielerlei Hinsicht zu kurz. Dies soll anhand einiger Beispiele erläutert werden.

Erstens versuchen die meisten Methoden der Unternehmensbewertung denjenigen (fairen) Wert zu ermitteln, den ein *Käufer* für das Unternehmen zu zahlen bereit ist. Auch Studien zu Akquisitionsprämien (Goodwill) beim Verkauf von Unternehmen betrachten meistens die Seite des Käufers. Die Bewertung misst also nicht den Wert, den der potenzielle *Verkäufer* seinem Unternehmen beimisst. Will man diesen Wert messen und analysieren, welche Faktoren ihn beeinflussen, muss die subjektive Werthaltung der Unternehmer untersucht werden. Eine Möglichkeit dazu ist, Unternehmer nach der Wichtigkeit von Geschäftszielen zu fragen. Eine entsprechende Befragung ergab im Rahmen der Untersuchungen von Zellweger (2006), dass das Überleben des Unternehmens und dessen Unabhängigkeit an vorderster Stelle stehen (vgl. Abbildung 1).

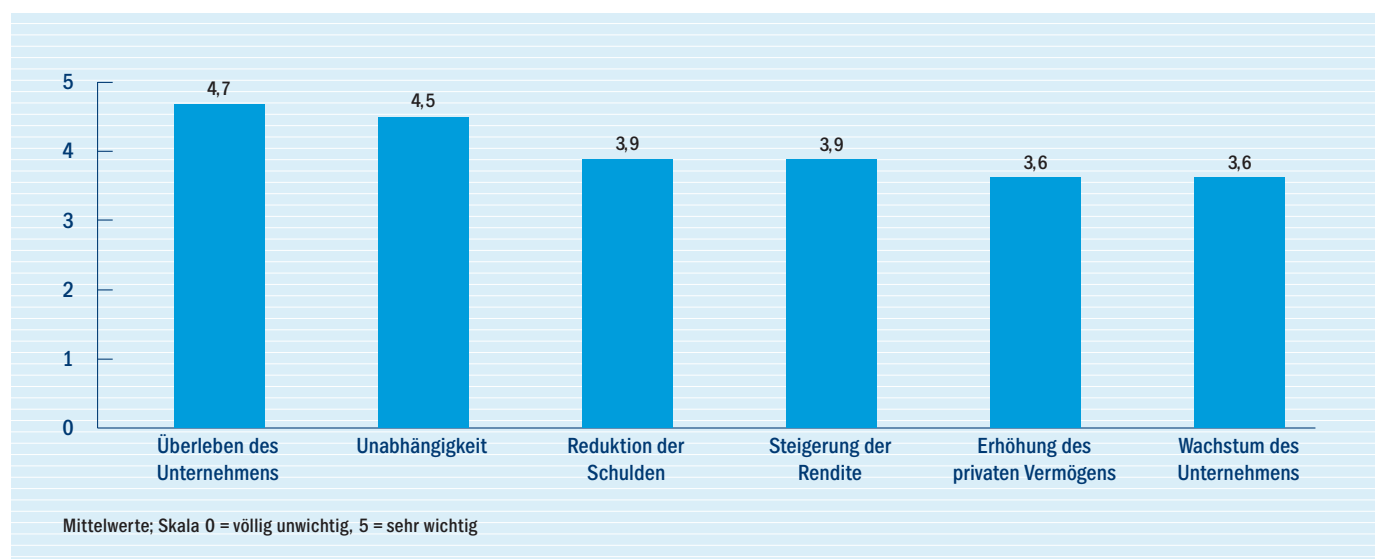


Abbildung 1: Bedeutung von Geschäftszielen bei privat gehaltenen Unternehmen

Wie bereits die Studie zu finanziellem Risiko- und Investitionsverhalten gezeigt hat (Zellweger und Fueglistaller, 2005a), treffen die untersuchten Aussagen besonders bei Familienunternehmen zu. Interessant ist somit, welche Werte subjektiv als wertvoll empfunden werden und wie sich diese nichtmonetären Werte in der subjektiven (monetären) Bewertung des Unternehmens durch den Unternehmer als potenziellem Verkäufer niederschlagen.

Zweitens wurde bisher nicht untersucht, ob und wenn ja in welchem Masse auch emotionale Aspekte einen Einfluss auf die subjektive Unternehmensbewertung haben. Führen familieninterne Streitigkeiten zu einer tieferen subjektiven Bewertung des Unternehmens? Hat das Alter des Unternehmers einen Einfluss auf die Einschätzung des Unternehmenswertes, und wenn ja: In welche Richtung zeigt dieser Effekt? Spielt es eine Rolle, ob ein Unternehmen schon über mehrere Generationen in der Familie ist? Beeinflusst es die subjektive Bewertung des Unternehmers, wenn der Firmenname mit dem Familiennamen des Eigentümers übereinstimmt? Und falls emotionale Aspekte eine Rolle spielen: Verändert sich die subjektive Werteinschätzung im Lauf der Zeit?

Drittens ist das Konzept der nächstbesten Alternative, das in der Mikroökonomie oft angewendet wird, zwar ein theoretisch interessantes Konzept. Allerdings haben viele Familienunternehmer keine Alternative zur Führung des Unternehmens, an dessen Spitze sie selber schon seit Jahren stehen oder das schon seit mehreren Generationen im Besitz der Familie ist. Die nächstbeste Alternative kann je nach Eigentümerinteresse anders aussehen: Für einen langjährigen Patron ist unter Umständen die Weiterführung des Unternehmens die einzig sinnvolle Lösung, auch bei negativem Betriebsergebnis. Für einen finanziell motivierten Eigentümer kann der Verkauf die einzig sinnvolle Lösung sein.

Viertens wurde bisher nicht berücksichtigt, dass nur für die Minderheit der Unternehmer die Steigerung des finanziellen Wertes der Unternehmensanteile das wichtigste Ziel ist. Und das nicht

nur wegen der Bedeutung von nicht-finanziellen Zielen: Wenn Unternehmer das oberste Ziel haben, das Unternehmen weiterzugeben – wenn möglich an Familienangehörige –, dann werden sie kaum die Möglichkeit haben, von einer Steigerung des Unternehmenswertes zu profitieren. Im Gegenteil: Ein erhöhter Unternehmenswert kann die Übergabe aus steuerlichen Gründen noch verteuern. In vielen Fällen profitieren Unternehmer finanziell nur von ihrem Unternehmerlohn, von Dividenden und der Möglichkeit, auch private Ausgaben über das Geschäft abwickeln zu können.

Fünftens gehen verbreitete Bewertungsmethoden wie die Methode der abdiskontierten Cashflows<sup>2</sup> und das Capital Asset Pricing Model (CAPM), mit dem die Eigenkapitalkosten berechnet werden, von Annahmen aus, die nicht zu Familienunternehmen und privat gehaltenen Unternehmen generell passen. So zum Beispiel, dass Unternehmensübergaben zwischen breit diversifizierten Minderheitsaktionären stattfinden, dass es liquide Märkte für den Kauf und Verkauf von Unternehmensanteilen gibt und dass der Zeithorizont keine Rolle spielt. Allerdings ist das CAPM so flexibel, dass diese Schwächen zumindest teilweise kompensiert werden können. ■

<sup>1</sup> In der vorliegenden Studie werden Funktionen wie «Berater», «Käufer», «Verkäufer» oder «Unternehmer» als generisches Maskulinum verwendet.

<sup>2</sup> Bei dieser Methode werden die geschätzten künftigen Cashflows auf ihren heutigen Wert zurückgerechnet. Dazu werden risikogerechte Eigenkapitalkosten eingesetzt, welche mit Hilfe des CAPM errechnet werden.

## 2 Forschungsfrage

Die Literatur liefert somit in mindestens fünferlei Hinsicht keine überzeugenden Antworten zur subjektiven Unternehmensbewertung aus der Sicht eines potenziellen Verkäufers. Die vorliegende Studie untersucht, wie diese Lücke zumindest teilweise geschlossen werden kann. Dazu wird das Konzept des Total Value eingeführt. Der Total Value ist wie folgt definiert:

Der Total Value ist der Geldwert, den ein Unternehmer seinem Unternehmen beimisst. Er entspricht dem Betrag, zu dem der Unternehmer bereit ist, sein Unternehmen an einen Dritten zu verkaufen.

Unternehmerische Projekte werden nur unternommen, wenn sie subjektiv als wertsteigernd empfunden werden. Die Untersuchung des Total Value eines Unternehmens gibt Hinweise darüber, warum ein unternehmerisches Projekt unternommen oder unterlassen wurde. Sie liefert zudem Hinweise über die wahren Kapitalkosten für privat gehaltene (Familien-)Unternehmen.

Für die Praxis der Unternehmenskäufe und -verkäufe und für die Theorie der Corporate Finance bietet die vorliegende Studie neue Einsichten, indem sie die Perspektive des potenziellen Verkäufers in den Mittelpunkt stellt. Sie zeigt ausserdem auf, welche Faktoren den Total Value beeinflussen und wie gross dieser Effekt ist. Und sie liefert Hinweise über die Bewertung durch den potenziellen Verkäufer, wenn (noch) keine Übergabe des Unternehmens bevorsteht. ■



# 3 Methodik

■ In der ersten Phase wurde das Gespräch mit Unternehmern gesucht, um der Frage nachzugehen, was Unternehmer als wertvoll erachten. Insgesamt wurden 35 Gespräche im Rahmen von Erfahrungsaustausch-Tagungen von Unternehmern am KMU-Institut der Universität St. Gallen durchgeführt. Sie lieferten wertvolle Erkenntnisse darüber, welche Faktoren einen Einfluss auf den Total Value haben könnten.

In der zweiten Phase wurde anhand dieser Erkenntnisse ein Fragebogen erarbeitet, der dann im Rahmen der Studie «Nachfolger gesucht» (Frey et al., 2005) versandt wurde. An dieser schriftlichen Befragung nahmen 906 Unternehmen teil, 381 Unternehmer füllten den Fragebogen vollständig aus. Diese tiefe Antwortrate lässt sich nicht zuletzt auf die sensible Frage an die Unternehmer zurückführen, zu welchem Preis sie ihr Unternehmen verkaufen würden.

Von den 381 Unternehmern kommen 71,1% aus dem produzierenden Sektor, 28,9% aus dem Dienstleistungssektor. Mit einem Anteil von 28,3% sind die Kleinstunternehmen (Bundesamt für Statistik, BfS: 87,8%) in der vorliegenden Untersuchung untervertreten. Übervertreten sind hingegen Kleinunternehmen (10 bis 49 Mitarbeitende) mit 36,0% (BfS: 10,0%), Mittelunternehmen (50 bis 249 Mitarbeitende) mit 34,1% (BfS: 1,8%) und Grossunternehmen (mehr als 250 Mitarbeitende) mit 6,1% (BfS: 0,3%). ■



## 4 Mit Unternehmern im Gespräch

In der ersten Phase der Untersuchung wurde das Gespräch mit Unternehmern gesucht (vgl. Kapitel 3). Die in den 35 Gesprächen gewonnenen Einsichten lieferten die Basis für die Vorbereitung der empirischen Untersuchung:

Erstens zeigte sich, dass für die meisten Unternehmen der finanzielle Unternehmenswert (Marktwert) als Bezugsgrösse für ihre unternehmerischen Aktivitäten kaum relevant ist, wenn das Unternehmen nicht zum Verkauf steht.

Zweitens wurde vorbereitend für diese Unternehmen eine grobe Unternehmensbewertung vorgenommen. Dies war möglich, da alle 35 Unternehmen am KMU-Institut der Universität St. Gallen ihre Finanzdaten für einen Vergleich eingereicht hatten. Nach Absprache mit Bewertungsspezialisten in der Praxis wurden diese Unternehmen mit einem branchenspezifischen EBIT-Multiple bewertet: Der Gewinn vor Abzug von Steuern und Fremdkapitalzinsen wird dazu mit einem branchenspezifischen Faktor multipliziert. Bevor den Unternehmern diese finanzielle Bewertung gezeigt wurde, wurde die Frage nach dem subjektiv empfundenen Unternehmenswert gestellt (Total Value). Obwohl dieses Verfahren einige Schwächen und Ungenauigkeiten aufweist (z.B. Beeinflussung der Antworten durch Gruppendiskussion, Schätzung des Multiples), zeigte es deutlich, dass die Unternehmer den Wert ihrer Unternehmen massiv überschätzten.

Drittens zeigten die Gespräche, dass emotionale Aspekte die subjektive Bewertung wesentlich beeinflussen. Die nachfolgenden Beispiele verdeutlichen dies:

«Bei mir im Unternehmen arbeiten Vater, Mutter und Sohn aus einer Familie. Das ist eine grosse Verantwortung. Ich weiss nicht, ob das ein neuer Eigentümer auch so sehen würde.»  
(Unternehmer aus dem Kanton Baselland)  
Emotionaler Wert **«Verantwortung für die Mitarbeitenden»**.

«Wenn jemand das alles aufbauen müsste, was ich in den letzten 20 Jahren erarbeitet habe! Man kann das heute gar nicht wieder aufbauen. Das sieht man schon daran, dass es mein Unternehmen heute noch gibt – von meinen Mitbewerbern ist keiner mehr da!»  
(Unternehmer aus dem Kanton Aargau)  
Emotionale Werte **«Eigenleistung beim Unternehmensaufbau»** und **«Stress»**.

«Wir sind schon in der vierten Generation ein Familienunternehmen. Da müsste jemand sehr viel bezahlen.»  
(Unternehmer aus dem Kanton Appenzell)  
Emotionaler Wert **«Familientradition»**.

«Ich bin doch erst 39 Jahre alt. Ich müsste vom Erlös gut leben können.»  
(Unternehmer aus dem Kanton Aargau)  
Emotionaler Wert **«finanzielle Sicherheit»**.

«Du kannst den ganzen Laden haben. Bezahl mir eine halbjährige Weltreise und er gehört dir.»  
(Unternehmer aus dem Kanton Zug)  
Emotionaler Wert **«Glück nach dem Verkauf»**.

Aus solchen Aussagen lassen sich zwei Schlüsse ziehen: Was Unternehmer als wertvoll erachten, ist von Unternehmer zu Unternehmer unterschiedlich. Und: Nichtfinanzielle Aspekte spielen eine wichtige Rolle. ■

# 5 Total Value, emotionaler Wert und Marktwert

Die erste Phase der vorliegenden Studie basierte auf Einzelgesprächen, deren Ergebnisse in der zweiten Phase als Basis für die Erarbeitung des anonymen Fragebogens dienten (vgl. Kapitel 3). Mitberücksichtigt wurden für den Fragebogen jene Faktoren, die den Total Value beeinflussen könnten. Dazu gehörten folgende Variablen:

- Stärke des Familieneinflusses (Messung vgl. Kapitel 11.2)
- Name des Unternehmens und Familienname des Unternehmers
- Alter des Unternehmers
- Alter des Unternehmens
- individuell empfundenes Glück
- Ist der Unternehmer Abkömmling des Gründers?
- Branche

Da für die 381 ausgewerteten Fragebogen auch der Cashflow der antwortenden Unternehmen verfügbar war, konnte eine grobe Unternehmensbewertung vorgenommen (Methodik vgl. Kapitel 11.1) und daraus ein grober Marktwert errechnet werden. Dann wurde diesem Marktwert für jedes Unternehmen der Total Value

gegenübergestellt. Die Differenz zwischen Marktwert und Total Value wurde als derjenige Teil des Wertes definiert, der emotional begründet ist. In der vorliegenden Studie wird dafür der Begriff «emotionaler Wert» verwendet.

<b>Total Value = Marktwert + Emotionaler Wert</b>	<b>Formel 1</b>
daraus folgt	
<b>Emotionaler Wert = Total Value – Marktwert</b>	<b>Formel 2</b>

Die Auswertung der 381 Fragebogen ergab einen durchschnittlichen Marktwert von rund 4,1 Millionen Franken (vgl. Tabelle 1). Die Unternehmer bewerten ihre Unternehmen jedoch durchschnittlich mit 8,5 Millionen Franken – und somit mehr als 100 Prozent über dem tatsächlichen Marktwert. Diese Differenz soll aber nicht als Überschätzung bezeichnet werden; vielmehr kann davon ausgegangen werden, dass die Differenz von 4,4 Millionen Franken durch emotionale Werte begründet sind. Diese Annahme wird im folgenden Kapitel erläutert. ■

	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standardabweichung
<b>Total Value</b>	50 000	52 000 000	8 487 000	9 154 366
<b>Marktwert</b>	0	27 184 466	4 139 756	4 998 266
<b>Emotionaler Wert</b>	5 423	34 674 330	4 347 244	6 103 284
<b>Marktwert in % vom Total Value</b>	0,00	99,60	49,33	27,87
<b>Emotionaler Wert in % vom Total Value</b>	0,40	100,00	50,67	27,87

Tabelle 1: Details für Total Value, emotionalen Wert und Marktwert

# 6 Was beeinflusst den Total Value?

In diesem Kapitel wird untersucht, welche Faktoren, oder – in der Terminologie der Statistik – welche Variablen den Total Value, also den subjektiv empfundenen Unternehmenswert, beeinflussen.

In einem wissenschaftlichen Text müssten an dieser Stelle zuerst Hypothesen zum Zusammenhang zwischen verschiedenen Variablen und dem Total Value entwickelt werden. Auf diese theoretische Herleitung soll in dieser Publikation jedoch verzichtet werden, da dies nicht dem praktischen Fokus und dem Umfang dieser Publikation entspricht.

Stattdessen wurde mittels einer linearen Regressionsanalyse untersucht, welche Variablen den Total Value signifikant beeinflussen. Aus den Gesprächen mit Unternehmern hat sich eine Vielzahl von Variablen ergeben (vgl. Kapitel 5), die einen Einfluss auf den Total Value haben könnten. Der Vorteil der gewählten statistischen Methode liegt darin, dass sich nicht nur jene Variablen mit einem signifikanten Einfluss auf den Total Value finden lassen, sondern dass sich auch die Richtung (positiv/negativ) und die Stärke des Einflusses abbilden lassen. Die Untersuchung führte zu folgendem Ergebnis:

$\text{Total Value} = 3\,598\,383 + 8.47 * \text{Cashflow} + 26\,558 * \text{Unternehmensalter} - 387\,159 * \text{Glück}$				n = 381 Unternehmen R <sup>2</sup> = 43,4%
(T = 3,004)	(T = 16,056)	(T = 3,533)	(T = -2,662)	

Der Total Value hängt somit signifikant von drei Faktoren ab.

1. Die Ertragskraft des Unternehmens, gemessen am Cashflow, hat einen positiven Effekt auf den Total Value: Mit einer Steigerung des Cashflows um einen Franken steigt der Total Value um 8.47 Franken.
2. Auch zwischen dem Unternehmensalter und dem Total Value besteht ein positiver Zusammenhang: Steigt das Alter des Unternehmens um ein Jahr, steigt der Total Value um 26'558 Franken.
3. Zwischen dem persönlich empfundenen Glück und dem Total Value besteht ein negativer Zusammenhang: Die Messung

des Glücks beruht auf einer Selbsteinschätzung durch die Unternehmer. Dazu mussten sie das Glück mit ihrer Lebenssituation auf einer Skala von 1 (total unglücklich) bis 10 (total glücklich) angeben. Dieses Vorgehen basiert auf der Methodik von Frey und Stutzer (2000). Die vorliegende Untersuchung zeigt, dass eine Steigerung des persönlichen Glücks zu einer Abnahme des Total Value führt. Pro zusätzlichen Skaleneinheit auf der Glücksskala von 1 bis 10 nimmt der Total Value des Unternehmens um 387'159 Franken ab.

Das Modell wurde auf die 381 Unternehmen angewendet. Es erklärt 43,4% der Varianz des Total Value (Gütemass für das Regressionsmodell). Die T-Werte in Klammern geben an, dass die drei Variablen einen statistisch signifikanten Einfluss auf den Total Value haben.

Zwischen dem Cashflow und dem Alter des Unternehmens konnte keine lineare Abhängigkeit festgestellt werden: Die alten Unternehmen stimmen nicht zwingend mit jenen Unternehmen mit hohem Cashflow überein.

Die Analyse ergab auch keinen Zusammenhang zwischen dem Total Value und dem Alter des Unternehmers. Ebenso wenig konnte für die Variablen «Familienunternehmen» oder «Name des Unternehmens und Familienname des Unternehmers» ein Einfluss auf den Total Value nachgewiesen werden. Die Gespräche mit den Unternehmern liessen einen Zusammenhang zwischen den Variablen «Unternehmer ist Abkömmling des Gründers» und «Stärke des Familieneinflusses» auf den Total Value vermuten; mit der gewählten Methode konnten diese Vermutungen allerdings nicht bestätigt werden. ■

# 7 Interpretation der Ergebnisse

Wenn Unternehmer ihre Unternehmen subjektiv bewerten, nehmen sie zwei verschiedene Beurteilungen vor: einerseits aus einer finanziellen Perspektive, andererseits aus einer eher emotionalen Perspektive (vgl. Abbildung 2)

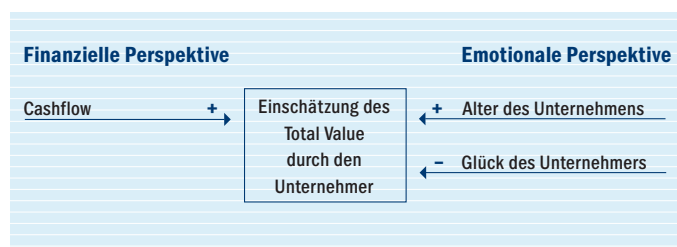


Abbildung 2: Welche Faktoren beeinflussen den Total Value?

## 7.1 Die finanzielle Perspektive

Auch für den Unternehmer ist die finanzielle Profitabilität des Unternehmens die wichtigste Messgrösse bei seiner subjektiven Werteinschätzung. Die finanzielle Kraft des Unternehmens, gemessen am Cashflow, hat offenbar einen entscheidenden Einfluss auf die subjektive Bewertung, auch wenn eine Steigerung des finanziellen Wertes des Unternehmens nur mittelbar auch eine Steigerung des Vermögens des Unternehmers bedeutet. Die vorliegenden Ergebnisse legen allerdings den Schluss nahe, dass Unternehmer den finanziellen Erfolg eher als Voraussetzung für das Erreichen der wichtigeren Ziele wie «Überleben des Unternehmens» und «Unabhängigkeit des Unternehmens» erachten.

## 7.2 Die emotionale Perspektive

Entscheidend für die emotionale Perspektive ist zunächst das Alter des Unternehmens. Gemäss Cantor und Packer (1995) sinkt die Wahrscheinlichkeit eines Konkurses mit dem zunehmenden Alter des Unternehmens. Entsprechend dem Ziel der Unternehmer, das Überleben des Unternehmens sicherzustellen, kann somit davon ausgegangen werden, dass das Alter des Unternehmens einen positiven Einfluss auf die subjektive

Unternehmensbewertung hat. Zudem haben Familienunternehmer gemäss Sharma und Manikuttu (2005) oft Mühe, sich von unterdurchschnittlich erfolgreichen Geschäftsaktivitäten zu trennen – wegen emotionaler Verbundenheit. Analog zum Konzept des emotionalen Wertes schliessen wir, dass diese schlecht rentierenden Geschäftsbereiche eben durchaus einen (emotionalen) Wert für den Unternehmer haben, zum Beispiel indem der Unternehmer diesbezüglich längerfristige Werte wie sozialen Status, Prestige, Reputation und Marke daraus bezieht (Herbig und Milewicz, 1995).

Die empirische Untersuchung zeigt auch, dass eine negative Beziehung zwischen Total Value und dem persönlichen Glück des Unternehmers besteht. Glückliche Unternehmer bewerten ihre Unternehmen tendenziell weniger hoch. Unglückliche Unternehmer fordern einen hohen Wert ein, wenn ihre Unternehmen verkauft werden sollen.

Dieses eher unerwartete Ergebnis lässt sich dadurch erklären, dass glückliche Menschen generell «mit weniger zufrieden sind». Unglückliche Menschen wollen hingegen für ihr Unglück entschädigt werden. Ein Zitat aus einem ausgewerteten Gespräch mit einem Unternehmer aus der Innerschweiz mag dies illustrieren:

*«Dafür, dass ich jahrelang so geschuftet habe, will ich bei einem Verkauf endlich anständig entschädigt werden.»*

Folgende Analogie mag diesen emotionalen Wert illustrieren: Die Erkenntnisse der vorliegenden Studie lassen vermuten, dass ein Inhaber eines Oldtimers den Wert des Autos auch nach folgenden Kriterien bemisst: Je älter das Auto, desto grösser wird die emotionale Bindung und somit der emotionale Wert sein. Zudem wird der Oldtimerfahrer auch den entstandenen Stress und den Aufwand beispielsweise durch Pannen und Reparaturen berücksichtigen. Auch dadurch steigt der emotionale Wert, da der Besitzer Stress und Aufwand mit dem Verkauf des Oldtimers entschädigt haben will.

Die Ausführungen zur emotionalen und finanziellen Perspektive führen zur Frage nach dem fairen Wert des Unternehmens aus Sicht des Verkäufers. Die bisherigen Ergebnisse weisen darauf hin, dass ein fairer Wert aus Sicht des Verkäufers eben nicht nur die rein finanzielle Bewertung aufgrund der künftigen Erfolgchancen des Unternehmens ist. Vielmehr bezieht er auch die Vergangenheit des Unternehmens im Rahmen seiner Tätigkeit mit ein. Bei einem Unternehmenskauf wird sich der Verkäufer dann fair behandelt fühlen, wenn das Verhandlungsergebnis seinen finanziellen und seinen emotionalen Werten entspricht. ■

# 8 Wem nützen diese Erkenntnisse?

Von den Ergebnissen der vorliegenden Studie können einerseits die Unternehmer im Zusammenhang mit Nachfolgeregelungen profitieren. Andererseits liefern sie auch Hinweise für alle Parteien, die in den Kauf oder Verkauf eines Unternehmens involviert sind.

## 8.1 Nutzen im Rahmen von Nachfolgeregelungen

Die Ergebnisse deuten auf einen Zusammenhang zwischen Total Value und dem Erfolg von Nachfolgeregelungen hin. Unternehmer, die eher unglücklich sind mit ihrer Situation und deshalb ihre Unternehmen stark überbewerten, stehen sich bei einer Nachfolgeregelung selber im Wege. Denn wenn ein Unternehmer den Wert seines Unternehmens im Vergleich zu dessen Marktwert extrem überschätzt, sinkt die Wahrscheinlichkeit, einen Nachfolger zu finden, der bereit ist, den überhöhten Preis zu bezahlen. Damit steigen der Druck und die Anstrengungen, einen Nachfolger zu finden, was wiederum zu weiterer Unzufriedenheit und somit zu einer noch grösseren Überbewertung führen kann (vgl. Abbildung 3).

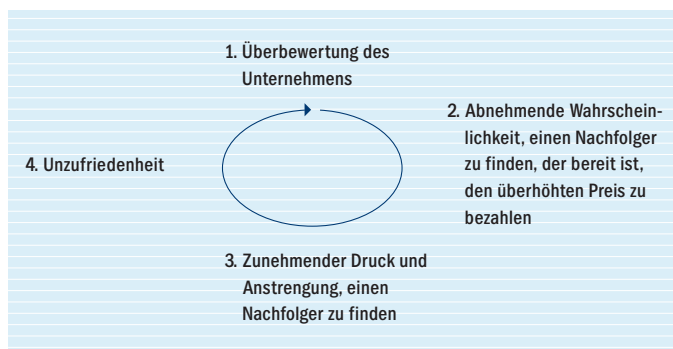


Abbildung 3: Überbewertung bei Nachfolgeregelungen

Im Zusammenhang mit Nachfolgeregelungen sollen die vorliegenden Erkenntnisse unter dem Stichwort «Loslassen können» noch etwas weiter vertieft werden. Für Unternehmer, die mit

grossem Engagement ihr Unternehmen aufgebaut haben und darin ihr Lebenswerk sehen, ist die Nachfolgeregelung der Moment, wo es um das Loslassen geht. Und in diesem Moment kommt auch die Frage auf, zu welchem Preis der Unternehmer loslassen kann und will.

Für erfolgreiche Übergeber steht weniger die Kompensation von persönlicher Unzufriedenheit und vergangener Mühe im Vordergrund. Vielmehr schaffen sie es, diesen emotionalen Aufwand als versunkene Kosten (sunk costs) zu verstehen, welche die gegenwärtigen und zukünftigen Entscheidungen nicht mehr beeinflussen. Erfolgreiche Übergeber zeichnen sich oft dadurch aus, dass sie für die in der Vergangenheit angefallenen emotionalen Kosten entschädigt werden wollen. Der Ausdruck «loslassen können» heisst im Zusammenhang mit Nachfolgeregelungen also, vergangene emotionale Kosten als versunkene und damit irrelevante Kosten verstehen zu können.

## 8.2 Nutzen im Rahmen von Unternehmenskauf und -verkauf

Die empirischen Ergebnisse der vorliegenden Studie liefern Hilfestellungen für Berater oder Unternehmer beim Kauf oder Verkauf von Unternehmen. Sie geben Hinweise darauf, wie die Verkäuferseite in einer Verhandlung rasoniert. Zunächst einmal hat die finanzielle Perspektive eine sehr grosse Bedeutung:

- + Der Cashflow hat einen wesentlichen positiven Einfluss auf die Wertvorstellung des Verkäufers (vgl. Kapitel 6). Bei den untersuchten Unternehmen stieg mit jedem Franken Cashflow die subjektive Bewertung um 8.47 Franken.

Auch die emotionale Perspektive ist von Bedeutung. Sie besteht im Wesentlichen aus zwei Elementen:

- + Das Alter des Unternehmens hat einen positiven Effekt auf die subjektive Bewertung durch den Verkäufer. Dies kann als Resultat emotionaler Bindung verstanden werden. Bei den

untersuchten Unternehmen stieg die subjektive Bewertung mit jedem Jahr um 26'558 Franken an.

- Unternehmer versuchen bei einem Verkauf ihrer Unternehmen, sich ihre emotionalen Kosten im Zusammenhang mit der Unternehmensführung (Unzufriedenheit) kompensieren zu lassen.

Diese Überlegungen helfen, bei einer Verhandlung die Preisvorstellungen des Verkäufers besser abschätzen zu können. Zudem schätzen Unternehmer im Durchschnitt den Wert ihrer Unternehmen auf rund das Doppelte des Marktwertes ein. Anhand der Erkenntnisse lässt sich die ungefähre Preisvorstellung des Verkäufers weitgehend abschätzen.

Anhand der Ergebnisse der vorliegenden Studie kann das Preisangebot somit präziser auf die Vorstellungen der Verkäufer abgestimmt werden. Im Zusammenhang mit einem Unternehmenskauf lassen die Ergebnisse zwei Schlüsse zu:

Am besten kauft man Unternehmen von glücklichen Menschen! Denn sie verkaufen ihre Unternehmen billiger als unglückliche Verkäufer. Und eine Abgeltung der emotionalen Werte beim Verkäufer muss nicht immer nur durch Geld geschehen. Gerade um der emotionalen Bindung des Übergebers respektive des Verkäufers Rechnung zu tragen, kann es sinnvoller sein, ein Angebot zu unterbreiten, das genau diese emotionale Bindung und die damit verbundene Wertvorstellung kompensiert. Ein solches Angebot kann emotionaler oder eher symbolischer Natur sein.

Die vorliegende Studie kann dazu beitragen, die emotionale Komponente bei M&A<sup>3</sup>-Transaktionen aus einem neuen Blickwinkel zu betrachten: Emotionen sind nicht ein störender Nebeneffekt beim Verkäufer. Sie fliessen in die Wertvorstellungen des Verkäufers ein und sind damit oft viel Geld wert. ■

<sup>3</sup> M&A: Mergers and Acquisitions, also Unternehmenskauf und -verkauf



# 9 Schlussbemerkungen

■ Die vorliegenden Ergebnisse ermöglichen neue Erkenntnisse über die Verkäuferseite und die subjektive Seite bei der Unternehmensbewertung. Die emotionalen Aspekte wurden nicht mit psychologischen Methoden untersucht, sondern mit Methoden der Betriebswirtschaftslehre. Als Gegengewicht zu den etwas abstrakten Ausführungen sollen die Zitate aus den Gesprächen mit den Unternehmern dienen.

Die Verfasser der Studie sind überzeugt, dass «Wert» auch in der Betriebswirtschaftslehre als ein relativer Begriff verstanden werden sollte, dessen emotionale Seiten nicht wegdiskutiert werden können.

Die Forschung um die Bedeutung und Bewertung von Emotionen steht immer noch in den Anfängen. Im Rahmen eines langfristigen Projektes sollen im Anschluss an die nun vollständige Trilogie «Familienunternehmen – Risiko, Rendite, Werte» die Fragen nach Wert und Fairness untersucht werden. ■

# 10 Literatur

- Bundesamt für Statistik (2002). Buchhaltungsergebnisse schweizerischer Unternehmen, Neuchâtel: BfS.
- Bundesamt für Statistik (2005). Wachstum des Bruttoinlandproduktes, Quelle: [www.bfs.admin.ch](http://www.bfs.admin.ch). Datenzugang: 31. August 2005.
- Cantor, R., Packer, F., (1995). Multiple ratings and credit standards: differences of opinion in the credit rating industry. Federal Reserve Bank of New York, Research Paper: 9527.
- Damodaran, A., (2005). [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com). Datenzugang: 24. August 2005.
- Fama, E. F., French, K., (1992). Cross section of stock returns. *Journal of Finance*, 47, 427–465.
- Frey, B. S., Stutzer, A., (2000). Happiness, Economics and Institutions. *The Economic Journal*, 110 (466), 918–938.
- Frey, U., Halter, F., Zellweger, T., (2003). Bedeutung und Struktur von Familienunternehmen in der Schweiz. St. Gallen: KMU-HSG.
- Frey, U., Halter, F., Zellweger, T., (2005). Nachfolger gesucht – Empirische Erkenntnisse und Handlungsempfehlungen für die Schweiz. St. Gallen und Zürich: Center for Family Business der Universität St. Gallen und PricewaterhouseCoopers.
- Herbig, P., Milewicz, J., (1995). The relationship of reputation and credibility to brand success. *Journal of Consumer Marketing*, 12 (4), 5–10.
- Ibbotson, (1995). Ibbotson Associates, [www.ibbotson.com](http://www.ibbotson.com).
- Khadjavi, K., (2003). Specifics of valuation in private, manager-owned companies – a CAPM approach, Working paper, Swiss Research Institute of Banking and Finance, Universität St. Gallen.
- Klein, S., (2000). Family Businesses in Germany: Significance and Structure. *Family Business Review*, 13 (3), 157–173.
- NZZ, (2005). Neue Zürcher Zeitung, [www.nzz.ch](http://www.nzz.ch). Datenzugang: 25. August 2005.
- Pratt, S. P., Reilly, R. F., Schweihs, R. P. (1996). *Valuing a Business – The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, 3rd edition, Chicago: Irwin.
- Sharma, P., Manikutty, S., (2005). Strategic divestments in family firms: role of family structure and community culture. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29 (3), 293–311.
- Zellweger, T., Fueglistaller, U., (2005a). *Finanzielles Risiko- und Investitionsverhalten von Familienunternehmen*. Zürich: Ernst & Young.
- Zellweger, T., Fueglistaller, U., (2005b). *Rendite und Spielregeln in Familienunternehmen*. Zürich: Ernst & Young.
- Zellweger, T., (2006). *Risk, Return and Value in the Family Firm*. Dissertation, Universität St. Gallen.
- Zimmermann, H., (1996). Die moderne Finance. In: Gehrig, B., Zimmermann, H. (eds.). *Fit for Finance*, 1–20. Zürich: Verlag NZZ.

# 11 Appendix

## 11.1 Methodologie zur Berechnung des Unternehmenswertes

Um die Cashflows, welche die Unternehmer angegeben hatten, zu diskontieren, mussten Kapitalkosten hergeleitet werden. Diese Kapitalkosten sollen das Risiko einer Investition in das zu bewertende Unternehmen reflektieren (Pratt et al., 1996). Um das Risiko einer Investition in ein privat gehaltenes Unternehmen zu reflektieren, wurden folgende Elemente berücksichtigt (Khadjavi, 2003):

1. eine Risikoprämie über dem Zinssatz für risikolose Anlagen
2. eine Anpassung für die Grösse der Unternehmen
3. einer oder mehr Koeffizienten, welche die Risikoprämie modifizieren, so zum Beispiel ein industriespezifisches Beta (systematisches Risiko)
4. eine weitere Anpassung für Elemente, welche nicht in den drei oberen Elementen schon berücksichtigt wurden (unsystematisches Risiko)

Die verbreitete Methodik zur Messung der (Eigen-)Kapitalkosten im Rahmen des CAPM lautet wie folgt:

$\mu_k = i + \beta_k (\mu_m - i)$	<b>Formel 3</b>
<b>mit:</b>	
$\mu_k$	erwartete Rendite der Anlage k
$\beta_k$	Beta, systematisches nicht-diversifizierbares Risiko in Anlage k
$\mu_m$	erwartete Rendite des Marktportfolios
$i$	risikoloser Zins

Die spezifischen Risiken für Investitionen in privat gehaltenen Unternehmen wurden wie folgt in Formel 3 eingebaut.

Die Risikoprämie über dem risikolosen Zinssatz wird in Formel 3 durch  $\mu_m - i$  repräsentiert. Während dieser Wert für öffentlich kotierte Aktien 4 bis 6% beträgt (Damodaran, 2005), berücksichtigt die Risikoprämie für privat gehaltene Unternehmen folgende Elemente:

Für die nicht existierende Kapitalmarktfähigkeit der Unternehmensanteile muss eine Anpassung vorgenommen werden. Diese Prämie wird auf 60% des langfristigen Kapitalmarktzinses von 8% für Schweizer Aktien geschätzt (Khadjavi, 2003; Zimmermann, 1996). Entsprechend wird für die Markttrendite bei privat gehaltenen Unternehmen 12,8% eingesetzt (= 8% + 4,8%). Die angepasste Marktrisikoprämie ist 12,8% - 2,5% = 10,3%. 2,5% entsprechen dem langfristigen Zinssatz von Schweizer Staatsanleihen (NZZ, 2005).

Zusätzlich müssen die Kapitalkosten um einen Grösseneffekt angepasst werden (Fama und French, 1992). Ibbotson Associates (1995, zitiert nach Khadjavi, 2003) schätzen eine Prämie für die Grösse der Unternehmen für «mid caps» (Marktkapitalisierung zwischen 617 Mio. USD und 2570 Mio. USD) auf 1,3%, für «small caps» (Marktkapitalisierung zwischen 149 Mio. USD und 617 Mio. USD) auf 2,1% und für «micro caps» (Marktkapitalisierung unter 50 Mio. USD) auf 5,5%. Die Grössenprämien werden zusätzlich zur bereits durch Beta modifizierten Marktrisikoprämie hinzugerechnet. Da alle Unternehmen im Sample als «micro caps» gelten, wird eine Grössenprämie von 5,5% eingesetzt.

Zudem wurde ein industriespezifisches Beta eingesetzt. Weiter berücksichtigt wurden die grössen- und industriespezifische Kapitalstruktur der Unternehmen sowie ein Steuerschutz aufgrund der Finanzierung mit Fremdkapital.

Die folgende Berechnung der gewichteten Kapitalkosten geht auf ein Modell von Damodaran (2005) zurück, welches die erwähnten Anpassungen berücksichtigt.

$WACC = \frac{FK}{GK} (1-t)c_d + \frac{EK}{GK} [GP + i + \beta_k (\mu_m - i)]$			<b>Formel 4</b>
<b>mit:</b>	<b>Erklärung:</b>	<b>Datenquelle:</b>	
FK/GK	Eigenfinanzierungsgrad	Bundesamt für Statistik, 2002. Für Details vgl. Tabelle 2.	
EK/GK	Fremdfinanzierungsgrad	Bundesamt für Statistik, 2002. Für Details vgl. Tabelle 2.	
WACC	gewichtete Kapitalkosten	Errechnet nach obiger Formel.	
T	Steuersatz	28% für KMU.	
$c_d$	Fremdkapitalkosten	= $i +$ Basis Spread.	
$i$	risikoloser Zinssatz	Langfristiger Zinssatz von Schweizer Staatsanleihen: 2,5% (Quelle: NZZ, 2005).	
Basis Spread	Spread auf risikolosen Zinssatz	Hängt von Industrie ab. Für Details vgl. Tabelle 2.	
GP	Grössenprämie	5,5% für «micro caps» (Quelle: Ibbotson, 1995).	
$\beta_k$	Beta	Industriespezifisches Mass für das systematische nicht diversifizierbare Risiko (Quelle: Dow Jones Stoxx 600 Europe Index). Für Details vgl. Tabelle 2.	
$\mu_m$	erwartete Rendite auf dem schweizerischen Aktienmarkt	Langfristige Rendite des schweizerischen Aktienmarktes: 8% (Quelle: Zimmermann, 1996). Plus Prämie für Nichtmarktfähigkeit: 4,8% (Quelle: Khadjavi, 2003). Total: 12,8%.	

Mangels Angaben bezüglich der zukünftigen Erträge der untersuchten Unternehmen wurde der gewichtete Kapitalkostensatz (WACC) als Kapitalisierungsrate verstanden. Als Wachstumsrate  $g$  wurde die Schweizer BIP-Wachstumsrate von 0,88% eingesetzt (Bundesamt für Statistik, 2005). Der Wert des Gesamtkapitals (Entity-Wert) errechnet sich wie folgt:

$\text{Entity Value} = \frac{\text{Cashflow}}{WACC - g}$		<b>Formel 5</b>
<b>mit:</b>		
Cashflow	Cashflow	
Entity Value	Unternehmenswert (Entity-Wert, Wert des Gesamtkapitals)	
WACC	Gewichteter Kapitalkostensatz	
$g$	Langfristige Schweizer BIP-Wachstumsrate: 0,88% (Quelle: Bundesamt für Statistik, 2005)	

Dieses Verfahren ist gewissen methodischen Einschränkungen unterworfen. Erstens könnten die Cashflows, welche durch die Unternehmer selber angegeben werden, falsch berechnet sein. Zudem ist fraglich, ob die Angaben zum Cashflow kohärent sind mit der Bewertungsmethode und der Berechnung der gewichteten Kapitalkosten. Zweitens könnten die Anpassungen für die

Unternehmensgrösse und die Nichtmarktfähigkeit der KMU-Aktien eine Überschneidung beinhalten, so dass die Korrektur für die Grösse auch eine Korrektur für die Illiquidität der Aktien beinhaltet und umgekehrt.

Allerdings sind die Betas, die Spreads zur Berechnung der Fremdkapitalkosten sowie die Eigenfinanzierungsgrade industriespezifisch und stammen mehrheitlich aus schweizerischen Quellen. Die zusätzlich benötigten Angaben stammen aus Quellen, welche in Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung anerkannt sind.

Die Kapitalkosten, welche nach Formel 4 errechnet werden, sind in Tabelle 2 angegeben. Daraus wird im Anschluss nach Formel 5 zunächst ein Marktwert errechnet. Im Anschluss kann daraus der emotionale Wert abgeleitet werden:

$\text{Total Value} = \text{Marktwert} + \text{Emotionaler Wert}$ <p>daraus folgt</p> $\text{Emotionaler Wert} = \text{Total Value} - \text{Marktwert}$
---

	A	B	C	D	E	F
	Industrie-adjustiertes Beta	EK/GK Eigenfinanzierungsgrad	FK/GK Fremdfinanzierungsgrad	Steuersatz	Langfristiger Zins von eidg. Staatsanleihen	Marktrisikoprämie
Informationsquelle	Dow Jones STOXX 600 Europe	Bundesamt für Statistik, 2002	= 1 - Eigenfinanzierungsgrad	Schweizer. Steuerverwaltung	Quelle: www.nzz.ch	Langfristige Rendite des schweizerischen Aktienmarktes: 8% (Quelle: Zimmermann, 1996) + 4,8% (60% auf obigen 8%) als Anpassung für die Nichtmarktfähigkeit von KMU-Aktien (Quelle: Khadjavi, 2003).
1 Bau/Immobilien	0,96	22%	78%	28%	2,50%	12,80%
2 Metall/Maschinen	0,99	41%	59%	28%	2,50%	12,80%
3 Textil	0,85	36%	64%	28%	2,50%	12,80%
4 Chemie/Pharma/Kunststoffe	0,91	50%	50%	28%	2,50%	12,80%
5 Nahrungsmittel/Getränke	0,79	27%	73%	28%	2,50%	12,80%
6 Uhren	1,05	61%	39%	28%	2,50%	12,80%
7 Elektronik/Optik	1,26	52%	48%	28%	2,50%	12,80%
8 Holz/Papier/grafische Industrie	1,15	33%	67%	28%	2,50%	12,80%
9 Anderes produzierendes Gewerbe	0,99	36%	64%	28%	2,50%	12,80%
10 Grosshandel	0,94	23%	77%	28%	2,50%	12,80%
11 Detailhandel	0,89	30%	70%	28%	2,50%	12,80%
12 Restaurant	0,95	23%	77%	28%	2,50%	12,80%
13 Reparatur	0,99	19%	81%	28%	2,50%	12,80%
14 Consulting	1,04	22%	78%	28%	2,50%	12,80%
15 Bank/Versicherung/Finanzdienstleistung	1,07	43%	57%	28%	2,50%	12,80%
16 Energieversorger	0,72	22%	78%	28%	2,50%	12,80%
17 Transport	0,92	45%	55%	28%	2,50%	12,80%
18 Andere Dienstleistungen	0,99	23%	77%	28%	2,50%	12,80%

	G	H	I	J	K	L	M
	Grössenprämie	Eigenkapitalkosten	Standardabweichung der Aktien	Fremdkapitalkosten	Gewichtete Kapitalkosten (WACC)	Wachstumsrate (g)	WACC - g
Informationsquelle	Für Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von unter 50 Mio. CHF, (Quelle: Ibbotson, 1995)	Berechnet nach Formel 4	Damodaran (2005)	Basierend auf der Standardabweichung der Aktienkurse: J = E + Basis Spread gemäss untenstehender Tabelle	Unter Berücksichtigung des Steuersatzes	Langfristige Wachstumsraten verschiedener Branchen (Quelle: Credit Suisse, 2005)	Um Wachstums-korrigierte Kapitalkosten
1 Bau/Immobilien	5,50%	17,90%	130,00%	8,22%	8,55%	- 0,09%	8,64%
2 Metall/Maschinen	5,50%	18,20%	100,00%	7,22%	10,53%	0,12%	10,41%
3 Textil	5,50%	16,80%	108,00%	7,22%	9,36%	0,09%	9,27%
4 Chemie/Pharma/Kunststoffe	5,50%	17,40%	86,00%	7,22%	11,28%	0,20%	11,08%
5 Nahrungsmittel/Getränke	5,50%	16,10%	75,00%	6,22%	7,62%	0,12%	7,50%
6 Uhren	5,50%	18,80%	180,00%	9,22%	14,07%	0,18%	13,89%
7 Elektronik/Optik	5,50%	21,00%	150,00%	8,72%	13,93%	0,18%	13,75%
8 Holz/Papier/grafische Industrie	5,50%	19,80%	120,00%	7,72%	10,27%	0,10%	10,17%
9 Anderes produzierendes Gewerbe	5,50%	18,20%	82,00%	7,22%	9,88%	0,15%	9,73%
10 Grosshandel	5,50%	17,70%	92,00%	7,22%	8,07%	0,20%	7,87%
11 Detailhandel	5,50%	17,20%	92,00%	7,22%	8,79%	- 0,01%	8,80%
12 Restaurant	5,50%	17,80%	99,00%	7,22%	8,09%	- 0,07%	8,16%
13 Reparatur	5,50%	18,20%	101,00%	7,22%	7,67%	- 0,01%	7,68%
14 Consulting	5,50%	18,70%	76,00%	6,22%	7,61%	0,05%	7,56%
15 Bank/Versicherung/Finanzdienstleistung	5,50%	19,00%	72,00%	6,22%	10,73%	0,19%	10,54%
16 Energieversorger	5,50%	15,40%	64,00%	6,22%	6,88%	0,04%	6,84%
17 Transport	5,50%	17,50%	114,00%	7,72%	10,92%	0,15%	10,77%
18 Andere Dienstleistungen	5,50%	18,20%	122,00%	7,72%	8,47%	0,05%	8,42%

Fremdkapitalkosten, Lookup-Tabelle (basierend auf der Standardabweichung der Aktienkurse)		
Standardabweichung	Basis Spread	
Untere Grenze	Obere Grenze	
0	0,3	3,25%
0,5	0,8	3,75%
0,8	1,1	4,75%
1,1	1,3	5,25%
1,3	1,5	5,75%
1,5	1,8	6,25%
1,8	10,0	6,75%

Tabelle 2: Kapitalkosten

Für die Eigen- und Fremdfinanzierungsgrade wurde aufgrund mangelnden Zugangs zu Marktwerten auf Buchwerte abgestellt.

### 11.2 Messung Familieneinfluss

Der Familieneinfluss bemisst sich aus dem Einfluss der Familie in den folgenden Gremien: Eigenkapital, Geschäftsleitung und Verwaltungsrat. Damit ein Unternehmen noch als Familienunternehmen gilt, muss die Summe aus dem Anteil der Familie in Geschäftsleitung, Kapital und Verwaltungsrat mindestens 100 Prozent sein – und die Familie muss mindestens einen Anteil des Kapitals halten (Klein, 2000). Beispiele:

Beispiel	Einfluss der Familie in			Familieneinfluss total	Familienunternehmen ja/nein
	Kapital	Geschäftsleitung	Verwaltungsrat		
<b>1</b>	50%	40%	30%	120%	ja
<b>2</b>	0	50%	60%	110%	nein, da kein Miteigentum der Familie
<b>3</b>	10%	50%	40%	100%	ja, minimaler Familieneinfluss, damit noch als Familienunternehmen betrachtet
<b>4</b>	100%	100%	100%	300%	ja, maximaler Familieneinfluss

## **Impressum**

### **Herausgeber**

Ernst & Young AG  
Peter Bühler, Partner  
Leiter Entrepreneur Markets  
Bleicherweg 21  
Postfach, 8022 Zürich  
peter.buehler@ch.ey.com  
www.ey.com/ch

### **Bestellungen/Adressänderungen**

Ernst & Young AG  
Sales & Marketing Services  
Postfach, 3001 Bern  
crm@ch.ey.com

### **Gestaltung**

Schminke & Team AG, Zürich

### **Druck**

Sihldruck, Zürich

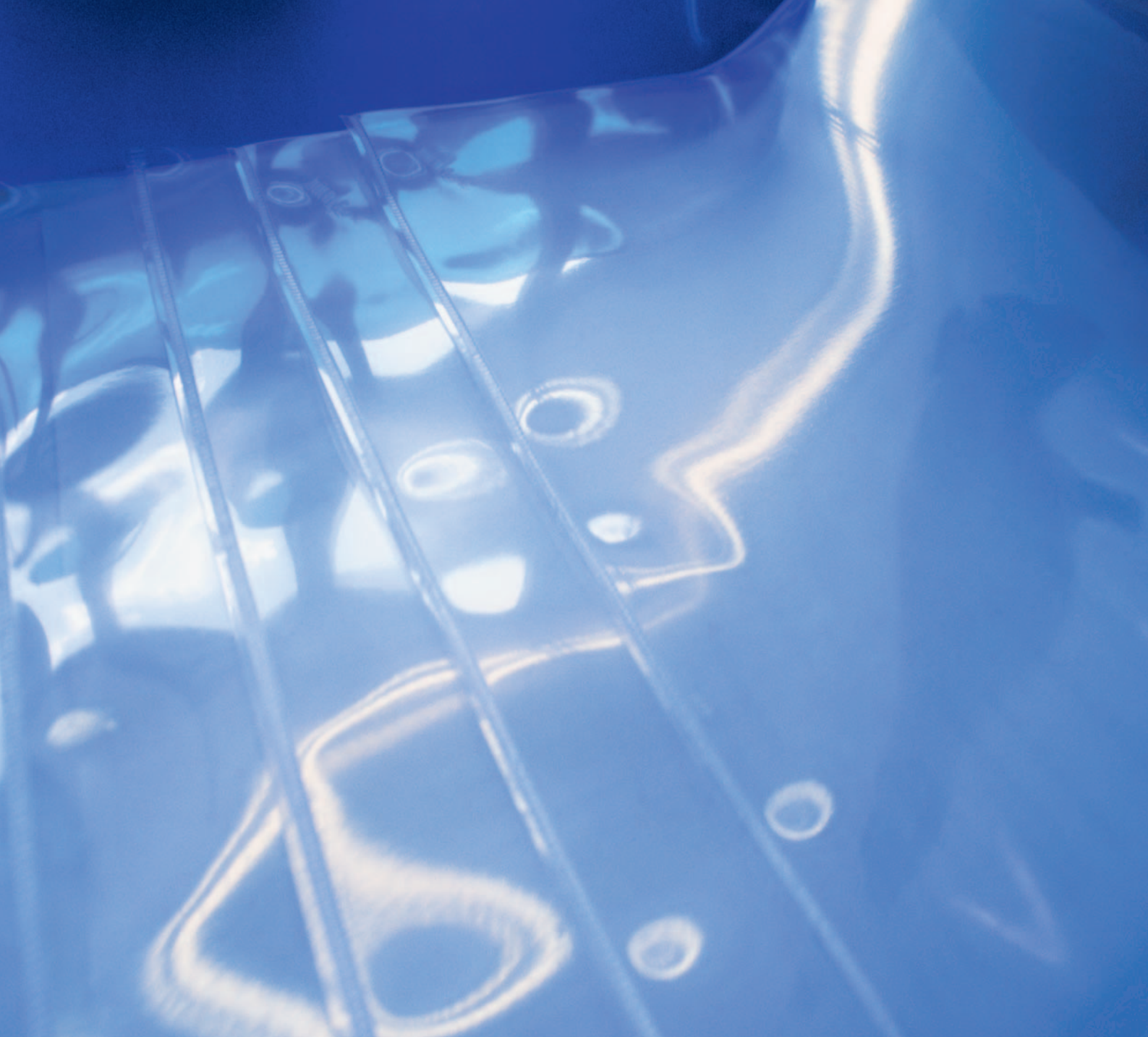
### **© Copyright**

Ernst & Young AG, 2006  
Nachdruck, auch auszugsweise,  
nur unter ausdrücklichem  
Quellenhinweis gestattet.  
Die Redaktion ersucht um  
Zusendung eines Belegexemplars.

### **Wichtiger Hinweis**

Die Autoren dieser Studie lehnen jegliche Haftung für Entscheide, die sich auf diese Studie beziehen, und deren Konsequenzen ab. Diese Studie kann nicht als Ersatz für professionelle Beratung betrachtet werden. Ebenso beziehen sich die in dieser Studie gemachten Aussagen und Interpretationen ausschliesslich auf die Meinung der Autoren und repräsentieren nicht zwangsläufig die Meinung der Unternehmen, bei denen die Autoren angestellt sind.





ERNST & YOUNG AG

[www.ey.com/ch](http://www.ey.com/ch)

© 2006 Ernst & Young.  
All Rights Reserved.  
Ernst & Young is  
a registered trademark.

01-D-EY0013